

Quaderni giuridici

Il voto di lista per la rappresentanza di azionisti di minoranza nell'organo di amministrazione delle società quotate

S. Alvaro, G. Mollo, G. Siciliano



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

1

novembre 2012

Quaderni giuridici

Il voto di lista per la rappresentanza di azionisti di minoranza nell'organo di amministrazione delle società quotate

S. Alvaro, G. Mollo, G. Siciliano



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

1

novembre 2012

L'attività di ricerca e analisi della Consob intende promuovere la riflessione e stimolare il dibattito su temi relativi all'economia e alla regolamentazione del sistema finanziario.

I **Quaderni di finanza** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di economia e finanza.

I **Discussion papers** ospitano analisi di carattere generale sulle dinamiche del sistema finanziario rilevanti per l'attività istituzionale.

I **Quaderni giuridici** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di diritto.

I **Position papers** sono documenti di consultazione su ipotesi di modifiche del quadro regolamentare o degli approcci di vigilanza.

Comitato di Redazione

Giovanni Siciliano (coordinatore), Francesco Adria, Simone Alvaro, Valeria Caivano, Monica Gentile, Nadia Linciano, Valerio Novembre, Paola Possenti, Isadora Tarola

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

Stampa e allestimento

Tipografia Revelox s.n.c. (Roma)

www.revelox.it

Consob

00198 Roma

Via G.B. Martini, 3

t 06.8477.1

f 06.8477612

e studi_analisi@consob.it

ISSN 2281-5236 (online)

ISSN 2281-5228 (stampa)

Il voto di lista per la rappresentanza di azionisti di minoranza nell'organo di amministrazione delle società quotate

S. Alvaro, G. Mollo*, G. Siciliano**

1	Introduzione	5
2	Il voto di lista nel diritto comune societario	6
3	Il voto di lista nella Legge sulle privatizzazioni	13
4	Il voto di lista nella Legge sul Risparmio	16
5	L'esperienza straniera (<i>cenni</i>)	24
6	(<i>segue</i>) Gli Stati Uniti d'America	27
7	Considerazioni conclusive	30

* Consob, Divisione Studi. Le opinioni espresse sono personali e non coinvolgono in alcun modo la Consob. Si ringrazia un anonimo *referee* per gli utili commenti. Errori e imprecisioni sono imputabili esclusivamente agli autori.

1 Introduzione

Il presente lavoro ricostruisce la genesi e l'evoluzione storica nell'ordinamento italiano dell'istituto del voto di lista, inteso come strumento per consentire la rappresentanza di minoranze azionarie in seno all'organo di amministrazione delle società per azioni, offrendo una rassegna ragionata del dibattito dottrinale circa la sua *ratio* e la sua coerenza con il diritto comune societario.

Alla luce di questa ricostruzione, il lavoro si concentra sull'analisi dell'istituto del voto di lista nelle società quotate, così come concepito dal Legislatore italiano nella cosiddetta Legge sul Risparmio (legge 28 dicembre 2005 n. 262).

Tale istituto, che sostanzialmente obbliga le società quotate a consentire alle minoranze azionarie di designare propri rappresentanti in seno al consiglio di amministrazione, è abbastanza raro nel panorama internazionale, almeno con riferimento agli ordinamenti dei principali paesi avanzati.

Su questa peculiarità dell'ordinamento italiano si è anche concentrata la riflessione della Commissione Europea, che, nel Libro Verde sulla *corporate governance* pubblicato per consultazione il 5 aprile 2011, ha esplicitamente fatto riferimento al caso italiano ponendo un quesito specifico sulla opportunità che gli azionisti di minoranza, soprattutto nelle società dove esiste un'azionista di controllo, abbiano maggiori possibilità di rappresentare più efficacemente i propri interessi.

Con riferimento alle società quotate italiane, l'obiettivo del lavoro non è (né potrebbe esserlo) quello di valutare a posteriori, se, e in che misura, gli amministratori eletti da azionisti di minoranza abbiano effettivamente contribuito ad arginare possibili abusi e, quindi, se l'istituto del voto di lista abbia effettivamente innalzato il livello di protezione degli azionisti.

Un'analisi costi-benefici dell'istituto in questione appare un esercizio molto complesso. Vi sono alcune evidenze che gli amministratori eletti dalle minoranze hanno effettivamente svolto un ruolo positivo (ad esempio, nel caso di operazioni di fusione o scissione, migliorando i rapporti di concambio a favore delle minoranze), ma è in concreto impossibile raccogliere evidenze sui costi dell'istituto in questione, poiché, come sarà più diffusamente argomentato nel corso del lavoro, il comportamento delle minoranze può essere viziato da abusi o conflitti di interessi esattamente come avviene nel caso dei soci di controllo. Vi sono inoltre "costi sociali", pure impossibili da misurare, legati al fatto che tale istituto può disincentivare la quotazione in borsa delle imprese.

Pur non mettendo in discussione i potenziali benefici del voto di lista, il presente lavoro, passando in rassegna le principali posizioni dottrinali, evidenzia alcuni profili di criticità dell'istituto in questione, anche con riferimento alla sua coerenza rispetto alla disciplina generale sui compiti e sul funzionamento dell'organo di amministrazione dettata dal codice civile.

Il lavoro è organizzato come segue. Il paragrafo 2 costituisce una premessa metodologica al lavoro in cui viene presentato il voto di lista come un *procedimento*

endo-societario, composto di più fasi, volto a consentire alle minoranze azionarie di avere propri rappresentanti all'interno del consiglio di amministrazione. Il paragrafo ricostruisce poi il dibattito circa la coerenza dell'istituto in questione con il diritto comune ed evidenzia come né il codice civile del 1942 né la Riforma del diritto societario del 2003 abbiano previsto regole cogenti in tema di composizione dell'organo di amministrazione volte a consentire una rappresentanza delle minoranze, rimettendo questa materia all'autonomia statutaria. Il paragrafo 3 ripercorre, invece, la genesi della disciplina del voto di lista così come introdotta per le società privatizzate dalla legge 30 luglio 1994 n. 474 (nota come "Legge sulle privatizzazioni") e le posizioni che la dottrina ha assunto in relazione a tale istituto. Il paragrafo 4 analizza l'istituto del voto di lista per l'elezione dei componenti dell'organo di amministrazione delle società quotate reso obbligatorio dal Legislatore italiano con la cosiddetta Legge sul Risparmio (legge 28 dicembre 2005 n. 262); il paragrafo passa in rassegna le posizioni della dottrina sui potenziali profili di criticità dell'istituto e discute i profili di coerenza della *ratio* alla base delle scelte del Legislatore con la disciplina codicistica. I paragrafi 5 e 6 illustrano come il tema della rappresentanza delle minoranze all'interno dell'organo di amministrazione sia stato trattato negli ordinamenti di alcuni paesi avanzati e in particolare negli USA. Il paragrafo finale sintetizza i principali risultati del lavoro e avanza alcuni possibili spunti di riflessione per delineare ipotesi di riforma che potrebbero potenzialmente mitigare alcuni degli inconvenienti che l'attuale formulazione della disciplina evidenzia.

2 Il voto di lista nel diritto comune societario

La nomina degli amministratori di una società per azioni che abbia adottato il sistema di amministrazione e controllo tradizionale spetta, per regola generale, ai soci riuniti in assemblea¹.

L'attività che porta alla scelta degli amministratori è un vero e proprio procedimento composto di più fasi². Centrale nell'ambito del procedimento è la fase in cui i soci devono votare, cioè manifestare la propria volontà³ sui candidati alla carica di amministratore.

1 L'art. 2383 c.c., co.1, prevede che "La nomina degli amministratori spetta all'assemblea, fatta eccezione per i primi amministratori, che sono nominati nell'atto costitutivo, e salvo il disposto degli artt. 2351, 2449 e 2450".

2 M. Stella Richter Jr., *Voto di lista per la elezione delle cariche sociali e legittimazione dell'organo amministrativo alla presentazione dei candidati*, in AA.VV., *Studi per F. Di Sabato*, ESI, Napoli, 2009, 9; C. Angelici, *Società per azioni e in accomandita per azioni*, in *Enc. del Dir.*, vol. XLII, Milano, 1990, 977 e 986; M. Campobasso (a cura di), *Diritto commerciale*, 2 *Diritto delle società*, Utet, VII ed., 2010, 316; A. Serra, *L'assemblea: Procedimento*, G. E. Colombo e G. B. Portale (diretto da), *Trattato delle società per azioni, Assemblea*, 3, Utet, 1994, 65; A. Tucci, *L'esercizio del voto*, in R. Lener - A. Tucci (a cura di), *Le società di capitali L'assemblea nelle società di capitali*, in M. Bessone (diretto da), *Trattato di diritto privato*, vol. XVII, Giappichelli, 2000, 168.

3 Secondo F. Galgano - R. Genghini, *Le nuove società di capitali e cooperative, Il nuovo diritto societario*, in F. Galgano (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, terza ed., Cedam, Padova, 2006, 365, "Il voto è la dichiarazione unilaterale di volontà espressa dal socio in assemblea sugli oggetti posti in deliberazione. Esso è, giuridicamente, un «atto unilaterale tra vivi avente contenuto patrimoniale» agli effetti dell'art. 1324, che estende a tali atti, in quanto compatibili, le norme che regolano i contratti".

Il codice civile non stabilisce regole precise circa le modalità tramite le quali il voto può essere espresso - *i.e.* in merito al sistema di votazione -, lasciando all'autonomia privata la definizione del sistema di votazione più conveniente *per gli interessi dell'impresa*⁴. È così possibile votare per alzata di mano, per acclamazione, per appello nominale, ecc.⁵. È, altresì, possibile che venga richiesto ai soci di votare singoli candidati o elenchi di candidati (*rectius* liste di candidati) alla carica di amministratore⁶.

Quando il sistema di votazione prescelto per la delibera di nomina degli amministratori prevede il ricorso a liste di candidati tra loro concorrenti, strumentale a garantire la presenza di esponenti delle minoranze nel consiglio di amministrazione, si è soliti parlare di "voto di lista".

Il voto di lista presuppone, quindi, la presenza di clausole statutarie volte a consentire una rappresentanza delle minoranze azionarie in seno all'organo di amministrazione. Questo specifico obiettivo può essere conseguito attraverso diversi approcci. Il primo, ad esempio, può essere il metodo proporzionale, per cui la quota di componenti dell'organo di amministrazione è proporzionale ai diritti di voto espressi in assemblea. In concreto, una clausola che approssima il metodo proporzionale è quella cosiddetta dei "quozienti"⁷. Un secondo metodo può essere, invece, quello di riservare una percentuale predefinita dei componenti dell'organo di amministrazione alle minoranze (metodo, come si vedrà, simile a quello adottato dal Legislatore delle privatizzazioni)⁸.

Il voto di lista, in sé, è dunque una previsione statutaria strumentale all'interesse della società a consentire alle minoranze di avere propri rappresentanti

4 R. Sacchi, *Il voto*, in G.E. Portale e G.B. Portale (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Utet, 1994, 295; M. Campobasso, *op. cit.*, 329; A Tucci, *op. cit.*, 165.

5 R. Sacchi, *op. cit.*, 295; M. Campobasso, *op. cit.*, 329.

6 Cfr. per l'utilizzo di schede precompilate R. Sacchi, *op. cit.*, 302.

7 Il seguente esempio riportato da G. Scafì, *Clausole particolari per la nomina degli amministratori di società per azioni (art. 2368, comma 1, c.c.)*, in *Riv. soc.*, 1971, 41, chiarisce il funzionamento di tale clausola statutaria: "salvo una diversa unanime deliberazione dell'assemblea la nomina dei componenti del consiglio avverrà sulla base di liste presentate dai soci, nelle quali i candidati dovranno essere elencati mediante un numero progressivo. I voti ottenuti da ciascuna lista saranno divisi successivamente per uno, due, tre, quattro, cinque, secondo il numero dei consiglieri da eleggere. I quozienti ottenuti saranno assegnati progressivamente ai candidati di ciascuna lista, nell'ordine dalla stessa previsto e verranno disposti in una unica graduatoria decrescente. Risulteranno eletti coloro che avranno ottenuto i quozienti più elevati. In caso di parità di quoziente per l'ultimo consigliere da eleggere, sarà preferito quello della lista che abbia ottenuto il maggior numero di voti e, a parità di voti, quello più anziano di età".

8 Un esempio di clausola statutaria in tal senso è riportato da A. Lanza, *Il voto di lista per la nomina degli amministratori*, *Riv. soc.*, 1971, 1009, "1) La società è amministrata da un consiglio di amministrazione composto da dieci membri i quali durano in carica tre anni e sono rieleggibili. 2) Salvo una deliberazione unanime dell'assemblea, gli amministratori sono nominati col seguente procedimento: a) ciascun socio può presentare all'ufficio di segreteria dell'assemblea una lista composta dai nomi dei dieci candidati; b) ciascun socio deve esprimere il proprio voto palese per una delle liste e può esprimere il proprio voto solo per un massimo di sei amministratori; c) effettuata la votazione, viene innanzitutto stabilita la graduatoria fra le liste in relazione ai voti attribuiti a ciascuna di esse; risulterà prima la lista che avrà ottenuto la maggioranza assoluta dei voti espressi e saranno dichiarati eletti i sei candidati appartenenti alla prima lista i quali abbiano conseguito il massimo dei voti preferenziali espressi; successivamente verranno dichiarati eletti i rimanenti quattro candidati i quali abbiano conseguito il massimo dei voti preferenziali della lista che abbia ottenuto il maggior numero di voti dopo la prima lista e così di seguito in quanto possa occorrere per le altre liste; d) ove debba applicarsi il primo comma dell'art. 2386 c.c. il consiglio di amministrazione coopererà il candidato appartenente alla medesima lista dell'amministratore venuto a mancare, il quale abbia riportato il maggior numero di voti preferenziali dopo i candidati già eletti della medesima lista".

nell'organo di amministrazione. Uno strumento che risponde a finalità analoghe è il *cumulative voting*, nato negli USA, che verrà illustrato più in dettaglio nel par. 6. Nel prosieguo del lavoro, per comodità espositiva, con l'espressione "voto di lista" si intenderà in concreto alludere alla questione più generale delle clausole statutarie che regolano la possibilità per le minoranze azionarie di nominare propri rappresentanti nell'organo di amministrazione.

Il voto di lista che, come si vedrà, in Italia era stato consentito ma non regolato già con il codice civile del 1942, è stato disciplinato dal Legislatore con due specifici e distinti interventi: la legge 30 luglio 1994, n. 474 (c.d. Legge sulle privatizzazioni) e la legge 28 dicembre 2005, n. 262 (c.d. Legge sul Risparmio).

Come detto, le ragioni del ricorso ad un sistema di voto per liste concorrenti per l'elezione degli amministratori in ambito societario serve, essenzialmente, per consentire alle minoranze azionarie di nominare propri rappresentanti all'interno del consiglio di amministrazione. In altre parole, tali clausole, come ha osservato la dottrina, vorrebbero riprodurre nel diritto societario "*quei principi di democrazia politica che sostituiscono al sistema maggioritario quello proporzionale, garantendo anche alle minoranze di entrare a far parte dei collegi politici o amministrativi*"⁹.

In realtà, non sempre l'idea della 'sostituzione del sistema proporzionale a quello maggioritario' appare idoneo a rappresentare e sintetizzare correttamente tutte le ipotesi di utilizzo del voto di lista. Esso, infatti, può essere utilizzato per consentire l'ingresso nel consiglio di amministrazione di una minoranza, di più minoranze, di minoranze aventi una certa partecipazione azionaria, etc.. Maggioranza e minoranze che, inoltre, 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'.

Le ragioni sottostanti all'idea di coinvolgere le minoranze nella gestione della società paiono riconducibili alla esigenza di rafforzare la tutela degli azionisti di minoranza, nella convinzione che l'esistenza di amministratori non nominati dalla maggioranza possa mitigare il rischio di una gestione più propensa a realizzare gli interessi dell'azionista (o degli azionisti) di controllo piuttosto che volta alla realizzazione di un interesse comune a tutti i soci¹⁰.

Il codice civile, come accennato, dispone che la competenza a nominare gli amministratori sia dell'assemblea (art. 2383) e che quest'ultima deliberi a "maggioranza assoluta" (primo comma art. 2368 c.c.). Secondo tale regola generale, pertanto, chi ottiene la maggioranza dei voti in assemblea ha il diritto di designare tutti i membri del consiglio di amministrazione¹¹. Peraltro, lo stesso comma 1 dell'art. 2386

9 In questi termini F. Galgano – R. Genghini, op. cit., 431. Sul punto anche: G. Scalfi, *Clausole particolari per la nomina degli amministratori di società per azioni*, in Riv. Soc., 1971, p. 40; P.M. Sanfilippo, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria*, Torino, 2000; G. Bianchi, *Gli amministratori di società di capitali*, Padova, 2003, p. 96.

10 In questi termini G. Guizzi, *Il voto di lista per la nomina degli amministratori di minoranza nelle società quotate: spunti per una riflessione*, in *Corriere Giuridico*, 2007, 301.

11 M.L. Montagnani, *sub art. 2383*, in F. Ghezzi (a cura di), *Amministratori*, in P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Egea – Giuffrè, 2005, 156.

prevede che "per la nomina alle cariche sociali lo statuto [possa] stabilire norme particolari".

Dottrina e giurisprudenza non dubitano della legittimità delle clausole statutarie che introducono il voto di lista¹² ed hanno altresì chiarito che, più in generale, la regola collegiale¹³ e maggioritaria¹⁴ per la nomina alle cariche sociali fissata dal codice civile può essere derogata, ai sensi dell'art. 2368 c.c., soltanto da 'norme particolari' fissate dallo statuto che incidono non sul diritto di voto in sé ma sulle sole *modalità di votazione* e sempre a condizione che le stesse rispettino i principi della competenza esclusiva dell'assemblea, dell'unità del procedimento assembleare e della libertà del voto¹⁵.

Tuttavia, nel periodo immediatamente successivo all'entrata in vigore del codice civile la dottrina si era interrogata circa la portata della citata disposizione contenuta nel primo comma dell'art. 2368 c.c. proprio con riferimento alla ammissibilità del "sistema del voto di lista"¹⁶.

Una parte della dottrina, infatti, in virtù di una interpretazione letterale dell'art. 2383 c.c. (secondo cui "*la nomina degli amministratori spetta all'assemblea*") negava l'ammissibilità di un sistema che potesse garantire una rappresentanza della

12 Tra i tanti in dottrina: M.L. Montagnani, op. cit., 156; G. Lemme, *Il voto di lista*, in *Riv. dir. comm.*, 1999, I, 362; G. Caselli, *Vicende del rapporto di amministrazione*, in G.E. Colombo e G.B. Portale (diretto da), *Trattato delle società per azioni, Amministratori e direttore generale*, Utet, Torino, 1991, 23; G. Scalfi, op. cit., 43; G. Ferri, *Manuale di diritto commerciale*, Utet, Torino, 1950, 225; G. Minervini, *Gli amministratori di società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1956, 58; nonché: R. Costi, *Privatizzazione e diritto delle società per azioni*, op. cit., 91; P. Marchetti, *Riforma del collegio sindacale e ruolo dei revisori*, op. cit., 102. In giurisprudenza, tra le altre: *App. Milano*, 16 settembre 1998, in *Giur. It.*, 1989, I, 2, 370; *Trib. Verona*, 11 dicembre 1992, in *Società*, 1993, 950; *App. Bologna*, 13 luglio 1950, in *Giur. It.*, 1951, I, 2, 28 con nota di W. Bigiavi.

13 In proposito si segnala il diverso valore da attribuire oggi alla collegialità alla luce delle nuove forme di partecipazione a distanza all'assemblea da parte dei soci introdotte dall'art. 8 della Direttiva 2007/36/CEE attuata con d.lgs. 27 gennaio 2010 n. 27; cfr. sul punto, R. Sacchi, *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della Direttiva azionisti*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 63.

14 A. Serra, *L'assemblea: Procedimento*, G.E. Colombo e G.B. Portale (diretto da), *Trattato delle società per azioni, Assemblea*, 3, Utet, 1994, 51 osserva che "collegialità e maggioranza si pongono, pertanto, come termini di riferimento per individuare da un lato le fasi procedurali attraverso le quali i soci in assemblea esprimono le proprie determinazioni in ordine all'oggetto sottoposto al loro esame e, dall'altro, la regola per la quale la volontà della maggioranza si impone alla minoranza".

15 Principi questi che la dottrina ritiene non modificabili. Per tutti si veda G. Caselli, *Vicende del rapporto di amministrazione*, op. cit., p. 23. Si consideri, inoltre, che in tema di libertà di voto in dottrina va crescendo il favore per l'ammissibilità del mercato del voto, cfr. in materia E. Scimemi, *La vendita del voto nelle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2003.

16 Cfr. W. Bigiavi, *I commercialisti e la fantasia*, in *Riv. dir. civ.*, 1956, I, 1023; T. Ascarelli, *I problemi delle società anonime per azioni*, *Riv. soc.*, 1956, 3; G. Minervini, op. cit., 18 (secondo cui "Invero, ammesso genericamente che «per la nomina alle cariche sociali l'atto costitutivo può stabilire norme particolari», è evidente che tali norme particolari potranno anche procedere alla instaurazione di un sistema elettorale affatto difforme da quello previsto dalla legge: p.e. potranno introdurre il voto di lista con rappresentanza della minoranza, o addirittura il sistema proporzionale. Né sussistendo una pluralità di categorie di soci, escluderemmo la validità di una clausola statutaria, la quale – in conformità di quanto è fatto lecito per le società cooperative dell'art. 2535 c. 1° parte terza – statuisse che «uno o più amministratori ... siano scelti tra gli appartenenti alle diverse categorie di soci, in proporzione dell'interesse che ciascuna categoria ha nell'attività sociale»"); G. Scalfi, *Clausole particolari per la nomina degli amministratori di società per azioni (art. 2368, comma 1, c.c.)*, in *Riv. soc.*, 1971, 40. Si evidenzia come già all'epoca il sistema del voto di lista veniva inteso sia come possibilità di introdurre clausole statutarie che consentono l'elezione dei componenti dell'organo amministrativo in proporzione ai voti espressi dalle singole componenti azionarie sia come facoltà di riservare alla minoranza azionaria (o alle minoranze azionarie) la nomina di una certa quota dei componenti all'interno dell'organo di amministrazione della società.

minoranza nel consiglio di amministrazione¹⁷. Sulla stessa linea interpretativa è stato altresì osservato che l'art. 2383 c.c., oltre a non consentire votazioni speciali o assemblee separate per l'elezione degli amministratori¹⁸, sanciva anche il principio della assoluta libertà di voto ai singoli azionisti riuniti in assemblea, ritenendo vietata ogni possibilità di attribuire alla minoranza un diritto di scelta nella nomina degli amministratori o, simmetricamente, un obbligo per gli azionisti di scelta degli amministratori tra soggetti indicati della minoranza¹⁹. L'unica interpretazione della norma che potesse in qualche modo andare oltre il suo dato letterale era, seguendo la stessa linea interpretativa, quella che considerava lecito stabilire nello statuto che risultassero eletti come amministratori coloro che avessero ricevuto il maggior numero di voti, anche se non avessero raggiunto la "maggioranza assoluta" degli stessi e ciò al dichiarato fine di evitare che, con una interpretazione più restrittiva, si potesse giungere ad "una paralisi della vita della società per il mancato accordo (della maggioranza assoluta) dei soci sulla nomina degli amministratori"²⁰.

Altra parte della dottrina, invece, riteneva accettabile la possibilità di attribuire la nomina di amministratori alla minoranza ma solo a patto di garantire l'osservanza del metodo collegiale assembleare, ritenendo quindi legittimo il voto di lista come mera modalità di espressione del voto in assemblea²¹ in vista della tutela di un interesse ritenuto meritevole dall'ordinamento e consistente nel "controllo dell'operato della maggioranza da parte della minoranza"²². In altre parole, si riteneva che le 'norme particolari' cui fa riferimento l'art. 2368 potessero riguardare solamente le modalità di formazione della volontà dell'assemblea ma mai la sua esautorazione²³.

Al di là della questione della liceità di norme statutarie che consentono la rappresentanza delle minoranze nell'organo di amministrazione, l'idea di fondo che emerge dal codice civile è che, con la regola maggioritaria e con il metodo collegiale, si vuole garantire la stabilità della gestione della società per azioni e il fatto che gli amministratori siano sempre l'espressione del gruppo di maggioranza in modo tale da poterne realizzare i programmi e attuarne le strategie²⁴.

17 T. Ascarelli, *I problemi delle società anonime per azioni*, in Riv. Soc., 1956, p. 3 e ss.

18 Così A. Mignoli, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, 117-118.

19 Cfr. sul punto già prima dell'introduzione del codice civile anche A. De Gregorio, *Società ed associazioni commerciali*, Torino, 1938, 243.

20 G. Frè, *Società per azioni*, in *Commentario al codice civile*, diretto da Scialoja e Branca, Bologna-Roma, 1964, 289.

21 Sotgia, *Osservazioni in tema di nomina alle cariche sociali*, in *Nuova Riv. Dir. Comm.*, 1947-48, II, 120.

22 G. Scalfi, op. cit., 46, "Sarebbe un procedimento di pensiero inesatto interpretare la norma dell'art. 2368, 1° comma c.c., ultima parte, in modo restrittivo, sulla base dei principi della competenza esclusiva dell'assemblea e della libertà di voto; invece proprio quella norma suggerisce la liceità della clausola limitativa" del potere della maggioranza tramite il voto di lista "in vista di un interesse meritevole di tutela (la protezione della minoranza)". Per la validità delle clausole che consentono di riservare un certo numero di consiglieri alla o alle minoranze, cfr.: M. L. Montagnani, op. cit., 156; *App. Milano*, 16 settembre 1998, in *Giur. It.*, 1989, I, 2, 370; *Trib. Verona*, 11 dicembre 1992, in *Società*, 1993, 950; *App. Bologna*, 13 luglio 1950, in *Giur. It.*, 1951, I, 2, 28 con nota di W. Bigiavi.

23 G. Minervini, *Gli amministratori di società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1956, p. 14; W. Bigiavi, *I commercialisti e la fantasia*, op. cit., 1023.

24 Per tutti: G. Olivieri, *Amministratori 'indipendenti' e 'di minoranza' nella legge sulla tutela del risparmio*, in A.G.E., 2006, 24. Secondo F. D'Alessandro, *Aumento di capitale, categorie di azioni, azioni speciali*, in *Giur. Comm.*, 1990, I, 581, "Nelle società per azioni (...) la legittimazione del potere maggioritario deve individuarsi nel fatto che le decisioni collettive imprimono direzione a quell'attività comune (art. 2247 c.c.) donde dipenderà il rischio imprendi-

La "collegialità" è d'obbligo anche nel funzionamento dell'organo di amministrazione, ma in tale ambito deve essere intesa non come strumento di composizione di interessi divergenti, quanto piuttosto quale strumento di arricchimento del contenuto della decisione assunta dallo stesso organo²⁵, in forza delle molteplici competenze ed esperienze di cui sono portatori i singoli componenti del consiglio di amministrazione, e per le quali sono stati nominati²⁶.

Il consiglio di amministrazione non può quindi essere la sede per la composizione di interessi divergenti, perché ciò limiterebbe ed anzi impedirebbe il perseguimento del compito suo proprio, cioè la gestione. Quest'ultima, infatti, richiede l'esistenza di un organo coeso e competente, pronto a risolvere le problematiche di gestione strategiche e operative²⁷.

Anche la giurisprudenza formatasi sul tema pare confermare l'idea secondo cui la logica della contrapposizione tra maggioranza ed opposizione, tipica dell'assemblea, debba rimanere estranea al consiglio di amministrazione²⁸.

Tale scelta di base è stata confermata dal Legislatore sia nel 1998 con il Testo Unico della Finanza²⁹ ("TUF") per le società quotate, sia nel 2003 con la Riforma del diritto societario (d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 recante la "*Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366*").

In particolare il TUF, all'art. 148 comma 2, proprio nell'intento di tutelare le minoranze azionarie - prevalentemente intese come minoranze qualificate - aveva previsto la rappresentanza obbligatoria delle stesse nel collegio sindacale ma non anche nel consiglio di amministrazione. La scelta del Legislatore era stata quindi di age-

toriale, rischio che grava sulla maggioranza del capitale in misura preponderante. Appare allora giusto assegnare la prevalenza, nel contrasto delle valutazioni circa l'individuazione dell'interesse comune nel caso concreto, ai soci che, avendo investito la maggior parte del capitale, corrono anche, appunto, la maggior parte del rischio; in applicazione di quel canone fondamentale del diritto societario onde è affermata l'equazione e la proporzione di potere e responsabilità". Negli stessi termini anche: A. Gambino, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite* (parere pro veritate), in *Giur. comm.*, 1979, I, 379; G. Grippo, *Deliberazione e collegialità nel consiglio di amministrazione*, Milano, Giuffrè, 1979, 116.

25 A. Venditti, *Collegialità e maggioranza nelle società di persone*, Jovene, Napoli, 1955, 58, "è in questa sede [la discussione], che si verifica quella diretta influenza e integrazione reciproca delle opinioni e delle determinazioni individuali, nella quale si è riposta la più intima caratteristica, ed anche la più utile, del metodo collegiale"

26 Cass. 26 novembre 1998, cit., P. Abbadessa, *La gestione dell'impresa nella società per azioni Profili organizzativi*, Giuffrè, Milano, 1975, 100, 103; F. Bonelli, *Gli amministratori di S.P.A. dopo la riforma delle società*, op. cit., 34; F. Galgano - R. Genghini, *Le nuove società di capitali e cooperative, Il nuovo diritto societario*, op. cit., 448; C. Romano, *sub art. 2381*, in M. Sandulli e V. Santoro (a cura di), *La riforma delle società*, Giappichelli, Torino, 2003, 406; R. Weigmann, *Responsabilità e potere legittimo degli amministratori*, Giappichelli, Torino, 1974, 93 "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, magari sfruttandone le diverse competenze e specializzazioni professionali. Attraverso la costruzione di un collegio si mira creare un affiatato gruppo dirigente, non già a dar spazio ad una continua contrapposizione fra interessi della maggioranza e quelli delle minoranze, la quale può ed anzi deve esercitarsi in sede di controllo successivo attraverso la verifica assembleare dell'operato degli amministratori".

27 G. Minervini, in *Privatizzazioni e riforma del diritto societario, Atti del Convegno Senato della Repubblica - 28 settembre 1994*, op. cit., 25.

28 Cass. 26 novembre 1998, n. 12012, in *Giur. it.*, 1999, 1441, con nota di M. Irrera; Trib. Campobasso, ord., 31 ott. 2007, in *Società*, 2008, 1140.

29 P. Montalenti, *La società quotata*, in *Trattato di Diritto Commerciale* diretto da G. Cottino, Cedam, 2004, p. 23.

volare l'esercizio delle funzioni di riscontro dell'operato della maggioranza e degli amministratori, incidendo sulla composizione dell'organo di controllo ma non su quello di amministrazione.

Anche il Legislatore della Riforma del diritto societario³⁰ non ha previsto regole cogenti in tema di composizione dell'organo di amministrazione volte a garantire una rappresentanza delle minoranze. Naturalmente, nell'ambito del diritto comune, applicabile a società non quotate che hanno nella maggioranza dei casi una struttura proprietaria chiusa o molto concentrata, la questione della tutela dei soci di minoranza assume una valenza e una rilevanza del tutto diverse rispetto alle società quotate che fanno appello al mercato del capitale di rischio. La questione, tuttavia, non è stata totalmente trascurata dal Legislatore, che ha introdotto nel diritto comune la figura dell'"amministratore indipendente", pur rimettendone l'attivazione all'autonomia statutaria (cioè prevedendo la facoltà dello statuto di "*subordinare l'assunzione alla carica di amministratore al possesso di speciali requisiti di onorabilità, professionalità ed indipendenza, anche con riferimento ai requisiti al riguardo previsti da codici di comportamento redatti da associazioni di categoria o da società di gestione dei mercati regolamentati*"; art. 2387 c. c.)³¹.

Il Legislatore del 2003 sembra prendere atto del fatto che non risulta possibile disegnare un assetto di *governance* societaria che possa contemperare appieno obiettivi contrastanti quali la necessaria discrezionalità nella gestione e la tutela degli interessi coinvolti, rispettando allo stesso tempo alcuni obiettivi di fondo della riforma, quali la valorizzazione dell'autonomia statutaria e la tipizzazione dei modelli di *governance*.

Il Legislatore aveva infatti voluto ribadire ed ampliare il principio secondo cui l'organizzazione interna della società per azioni deve essere lasciata alla libera determinazione della società per poterne soddisfare al meglio le specifiche caratteristiche (dimensione, natura della compagine azionaria, rapporto tra soci e amministratori, apertura o chiusura al mercato dei capitali, etc.)³². L'introduzione di regole cogenti in materia di rappresentanza delle minoranze avrebbe rappresentato un'evidente forzatura rispetto a questa impostazione, che si fonda sull'idea per cui, nelle società a proprietà concentrata, la ricerca del punto ottimale di equilibrio nel *trade-off* fra discrezionalità e controlli deve essere lasciato all'autonomia privata e alla libera contrattazione delle parti³³.

30 Aspetto centrale della Riforma del diritto societario è stata sostanzialmente la realizzazione degli obiettivi posti dall'art. 2 della Legge Delega (legge 3 ottobre 2001, n. 366): flessibilità della disciplina, ampliamento dell'autonomia statutaria, valorizzazione del carattere imprenditoriale delle società.

31 Tuttavia, anche prima della Riforma era pacifico che lo statuto potesse introdurre clausole di tale tipo.

32 Il principio che intende favorire l'autonomia privata tramite la deregolamentazione delle forme e della flessibilità organizzativa della società è contenuto nell'art. 2 della legge 3 ottobre 2001, n. 366 rubricata "Delega al Governo per la riforma del diritto societario".

33 G. Olivieri, op. cit., rimarca invece il fatto che la Riforma societaria del 2003 ha "ampliato sensibilmente i poteri spettanti all'organo amministrativo attribuendogli la gestione esclusiva dell'impresa sociale e sancendo il suo definitivo affrancamento dall'assemblea (Cfr. art. 2380-bis)" non ritenendo così "di dettare norme imperative in materia di composizione e nomina dei suoi componenti".

L'unica limitazione all'organizzazione interna della società riguarda la tipizzazione dei modelli di *governance* (v. art. 2380 c.c.), per cui il Legislatore definisce il sistema "tradizionale", quello "monistico" e quello "dualistico", lasciando la scelta del sistema all'autonoma statutaria.

3 Il voto di lista nella Legge sulle privatizzazioni

L'istituto del voto di lista per la nomina degli amministratori è stato introdotto per la prima volta nell'ordinamento italiano da una legge speciale: il d.l. 31 maggio 1994 n. 332, convertito nella legge 30 luglio 1994 n. 474, noto come "Legge sulle privatizzazioni". L'art. 4 della citata legge ha imposto a tutte le società privatizzate che avessero deciso di avvalersi della facoltà di inserire nel proprio statuto un limite al possesso azionario ai sensi dell'articolo 3 della legge medesima³⁴, di introdurre altresì una specifica clausola - immodificabile finché permanesse la previsione del limite stesso - per l'elezione degli amministratori mediante voto di lista.

In questo modo il Legislatore ha voluto rendere "obbligatorio per certe società (quelle, appunto, cui si riferisce la legge 474/1994) ciò che per tutte le altre è possibile e facoltativo"³⁵, ossia l'introduzione del voto di lista per l'elezione del consiglio di amministrazione, nei casi in cui nei relativi statuti fosse stato introdotto (ai sensi della legge medesima) un limite statutario al possesso azionario. Previsione, questa, che tornerebbe ad essere facoltativa (e quindi modificabile) qualora il limite al possesso dovesse essere rimosso dallo statuto.

La disciplina del voto di lista (contenuta nel citato art. 4 della Legge sulle privatizzazioni) prevede che l'assemblea debba essere convocata con preavviso da pubblicarsi non meno di trenta giorni prima rispetto al giorno fissato per l'adunanza. L'ordine del giorno pubblicato deve contenere, a pena di nullità delle deliberazioni ai sensi dell'art. 2379 c.c., l'elenco di tutte le materie da trattare, elenco che non può essere modificato o integrato in sede assembleare. Legittimati a presentare le liste sono gli amministratori uscenti o i soci che rappresentano l'uno per cento delle azioni aventi diritto di voto nell'assemblea ordinaria. Le liste devono essere rese pubbliche mediante deposito presso la sede sociale (almeno venti giorni prima della data dell'assemblea) e annuncio su tre quotidiani a diffusione nazionale (almeno dieci giorni prima dell'adunanza programmata).

La legge prevede inoltre che alle liste di minoranza debba "essere riservato complessivamente almeno un quinto degli amministratori non nominati ai sensi dell'art. 2 comma 1 lett. d)" della legge medesima, ossia escludendo dal computo del

34 In particolare l'art. 3 della citata legge ha consentito alle società, banche e imprese di assicurazione controllate dallo Stato, nonché alle società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato ed operanti nei settori della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia, degli altri pubblici servizi essenziali, di introdurre nello statuto un limite massimo al possesso azionario non superiore al cinque per cento.

35 Così P. Marchetti, *Riforma del collegio sindacale e ruolo dei revisori*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 102. Nello stesso senso anche R. Costi, *Privatizzazione e diritto delle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 91.

numero complessivo degli amministratori quello senza diritto di voto nominato direttamente dal Governo in virtù dei poteri speciali attribuitigli dalla legge stessa³⁶

Il metodo scelto dal Legislatore richiede, naturalmente, che siano gli statuti societari a dare attuazione alla disciplina in esame per definire in concreto quali liste di minoranza e con quali criteri possano concorrere all'elezione degli amministratori³⁷.

Il parere degli studiosi circa le finalità dell'utilizzo da parte della Legge sulle privatizzazioni del voto di lista non è stato uniforme.

Una parte della dottrina ha ritenuto che al voto di lista non potesse essere riconosciuta alcuna rilevanza autonoma, in quanto lo stesso doveva essere inteso come il completamento di un più ampio disegno per le società privatizzande operanti in settori strategici finalizzato a creare nelle stesse un assetto proprietario frazionato³⁸.

36 Si segnala peraltro che il decreto legge 15 marzo 2012, n. 21, all'articolo 3, ha previsto l'abrogazione dell'intero articolo 2 della Legge sulle Privatizzazioni "a decorrere dalla data di entrata in vigore del primo dei decreti di cui all'articolo 1, comma 1, e di cui all'articolo 2, comma 1" dello stesso d.l.. Sempre ai sensi dell'art. 3, ult. cpv. d.l. 21 del 2012, a seguito di tale abrogazione "Gli amministratori senza diritto di voto eventualmente nominati ai sensi della predetta disposizione e in carica alla data della sua abrogazione cessano alla scadenza del mandato".

37 La seguente clausola statutaria di una società (quotata) privatizzata combina, ad esempio, il metodo della quota (previsto dal legislatore) con quello dei "quozienti" prima citato: "Gli amministratori, ad eccezione di quello eventualmente nominato ai sensi dell'art. 6.2, lettera d) del presente statuto, vengono nominati dall'assemblea sulla base di liste presentate dagli azionisti e dal consiglio di amministrazione uscente, nelle quali i candidati devono essere elencati mediante un numero progressivo. Ciascuna lista dovrà includere almeno due candidati in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti dalla legge, menzionando distintamente tali candidati e indicando uno di essi al primo posto della lista. Le liste devono essere depositate presso la sede sociale e pubblicate in conformità con la normativa vigente. Ogni azionista può presentare o concorrere alla presentazione di una sola lista ed ogni candidato può presentarsi in una sola lista a pena di ineleggibilità. Hanno diritto di presentare le liste soltanto gli azionisti che, da soli o insieme ad altri azionisti, risultino titolari della quota di partecipazione minima al capitale sociale stabilita dalla Consob con regolamento. Unitamente a ciascuna lista devono depositarsi le dichiarazioni con le quali i singoli candidati accettano la propria candidatura ed attestano, sotto la propria responsabilità, l'inesistenza di cause di ineleggibilità e di incompatibilità, nonché l'esistenza dei requisiti prescritti dalla normativa vigente per le rispettive cariche. Gli amministratori nominati devono comunicare senza indugio al consiglio di amministrazione la perdita dei requisiti da ultimo indicati, nonché la sopravvenienza di cause di ineleggibilità o di incompatibilità. Ogni avente diritto al voto può votare una sola lista. Alla elezione degli amministratori si procede come segue:

- a) dalla lista che ha ottenuto il maggior numero dei voti espressi vengono tratti, nell'ordine progressivo con il quale sono elencati nella lista stessa, i sette decimi degli amministratori da eleggere con arrotondamento, in caso di numero frazionario inferiore all'unità, all'unità inferiore;
- b) i restanti amministratori vengono tratti dalle altre liste; a tal fine, i voti ottenuti dalle liste stesse sono divisi successivamente per uno, due, tre e così via, secondo il 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. Nel caso in cui più candidati abbiano ottenuto lo stesso quoziente, risulta eletto il candidato della lista che non abbia ancora eletto alcun amministratore o che abbia eletto il minor numero di amministratori. Nel caso in cui nessuna di tali liste abbia ancora eletto un amministratore ovvero tutte abbiano eletto lo stesso numero di amministratori, nell'ambito di tali liste risulta eletto il candidato di quella che abbia ottenuto il maggior numero di voti. In caso di parità di voti di lista e sempre a parità di quoziente, si procede a nuova votazione da parte dell'intera assemblea risultando eletto il candidato che ottenga la maggioranza semplice dei voti;
- c) ai fini del riparto degli amministratori da eleggere, non si tiene conto dei candidati indicati nelle liste che abbiano ottenuto un numero di voti inferiore alla metà della percentuale richiesta per la presentazione delle liste stesse;
- d) per la nomina di amministratori, che per qualsiasi ragione non vengono eletti ai sensi del procedimento sopra previsto, l'assemblea delibera con le maggioranze di legge in modo da assicurare comunque la presenza del numero necessario di amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti dalla legge".

38 M. Belcredi, *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, e dintorni*, in *Riv. soc.*, 2005, 864.

Secondo questa prospettiva il voto di lista serviva a permettere "un'equa rappresentanza degli azionisti, evitando sia rischi di *entrenchment* del *management*, sia di acquisizione del controllo del Cda da parte di soggetti con quote esigue di capitale"³⁹.

Altra parte della dottrina ha criticato tale previsione normativa ritenendo che l'introduzione del voto di lista per l'elezione degli amministratori potesse incidere sull'efficienza della gestione stessa della società in quanto la contrapposizione, all'interno del consiglio, tra gli amministratori di minoranza e gli altri amministratori (ossia il *management* rimasto in carica anche dopo la privatizzazione o gli amministratori eletti dalla maggioranza formatasi in relazione alla specifica delibera di nomina), avrebbe potuto portare ad un eccesso di conflittualità e, quindi, ad un ostacolo ad una gestione agile e snella della società per azioni⁴⁰.

L'inclusione nel consiglio di amministrazione di rappresentanti della minoranza incontrerebbe, da questo punto di vista, due obiezioni di fondo.

In primo luogo, è stato rilevato che appare "altrettanto irragionevole immettere costoro nell'organo di governo della società, quanto lo sarebbe dare il benvenuto a membri dell'opposizione nel governo di uno stato (tranne in casi o periodi di eccezionali calamità nazionali)"⁴¹. In secondo luogo, si sarebbe trattato di un tentativo di trasporre nel nostro ordinamento un modello di rappresentanza azionaria tipico di paesi, quali gli Stati Uniti e la Germania, con tradizioni giuridiche e assetti istituzionali molto diversi dal nostro. Infatti, è stato osservato come, dal dibattito parlamentare sulla conversione del decreto legge n. 332/1994, il Legislatore abbia inizialmente ragionato sull'idea di riservare posti nel consiglio di amministrazione o nel collegio sindacale a rappresentanti dei "piccoli azionisti" o dei dipendenti tramite l'introduzione di norme analoghe a quelle presenti negli Stati Uniti in tema di *cumulative voting* (di cui si parlerà successivamente al par. 6) o in Germania in tema di partecipazione dei rappresentanti dei lavoratori. Secondo alcuni studiosi, questo dibattito avrebbe evidenziato un equivoco di fondo: quello di volere introdurre nel nostro ordinamento regole di "democrazia azionaria" pensate e sviluppate in ordinamenti diversi (e con regole diverse) rispetto ai quali, però, esistono profonde differenze tra strutture, poteri e funzioni degli organi sociali⁴².

39 M. Belcredi, op. cit.

40 In questi termini G. Minervini, in *Privatizzazioni e riforma del diritto societario*, Atti del convegno - Senato della Repubblica 28 settembre 1994, in *Quaderni di Finanza Consob*, n. 10, 58.

41 Così P.G. Jager, *Privatizzazione; «Public Companies», problemi societari*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 12; Id., *Il diritto di voto ed il ruolo degli azionisti nelle società ad azionariato diffuso*, in *Privatizzazioni e riforma del diritto societario*, Atti del Convegno Senato della Repubblica - 28 settembre 1994, Consob, *Quaderni di Finanza*, n. 10, Roma, 1995, 40. Negli stessi termini, già diversi anni prima, si era espresso T. Ascarelli, op. cit., 31, nonché A. Lanza, *Il voto di lista per la nomina degli amministratori*, *Riv. soc.*, 1971, 1092, che aveva avuto modo di affermare di non credere "all'opportunità che all'esecutivo della società partecipino i rappresentanti delle cosiddette minoranze; personalmente penso che l'azione di chi amministra debba essere libera e soggetta al freno ed al controllo delle minoranze, ove si vogliano evitare, nell'ambito della società, le disfunzioni che sono proprie, sul piano politico, dei governi espressi da più parti". Sempre sul punto G. Minervini, in *Privatizzazioni e riforma del diritto societario*, op. cit., 57, ha osservato che "[...] che non ci si debba allontanare dal diritto comune con leggerezza, voglio dire con eccesso di disinvoltura; le deroghe devono essere motivate seriamente, da considerazioni di opportunità se non addirittura di necessità. Questo significa che devono essere limitate. Se poi certe soluzioni, in base alle nuove valutazioni, appaiono di validità generale, occorre saltare il fosso: sostituire un nuovo diritto comune a quello preesistente".

42 P.G. Jager, *Privatizzazione; «Public Companies», problemi societari*, op. cit., 12.

Altri studiosi, invece, hanno osservato come le norme in esame siano, in realtà, norme di diritto speciale a carattere transitorio, ossia essenzialmente finalizzate a traghettare alcune grandi società in concomitanza con il processo di privatizzazione dal diritto speciale al diritto comune delle società per azioni⁴³. Le stesse disposizioni, pertanto, possono essere comprese solo calandole nel contesto storico delle privatizzazioni e considerando che *"per loro natura sono norme destinate a cadere quando questo periodo di transizione possa dirsi ragionevolmente concluso. In quel momento troverà applicazione solo il diritto comune e anche il problema della tutela «rafforzata» della minoranza in particolari tipi di società, sarà un problema di diritto comune, non di diritto speciale transitorio"*⁴⁴.

In altre parole, secondo tale posizione, il Legislatore ha utilizzato il voto di lista nelle privatizzazioni (unitamente al limite statutario al possesso azionario) come uno *strumento temporaneo* necessario per garantire un azionariato diffuso e, conseguentemente, una maggiore distribuzione del potere tra gli azionisti stessi⁴⁵: non quindi per tutelare le minoranze azionarie ma piuttosto per accrescere l'interesse degli investitori rispetto alle società privatizzande in considerazione della possibilità loro concessa dalla legge di nominare un proprio rappresentante nel consiglio di amministrazione e controllare da vicino l'operato di questo organo⁴⁶.

4 Il voto di lista nella Legge sul Risparmio

Undici anni dopo la legge sulle privatizzazioni, la disciplina del voto di lista si è arricchita ulteriormente con l'art. 1 della Legge sul Risparmio (legge 28 dicembre 2005 n. 262)⁴⁷ che, introducendo nel Testo Unico della Finanza un nuovo art. 147-ter, ha reso obbligatorio per le società quotate la previsione statutaria in base alla quale i componenti del consiglio di amministrazione devono essere *"eletti sulla base di liste di candidati"*.

Le liste devono essere depositate presso la società almeno venticinque giorni prima rispetto alla data fissata per l'assemblea di nomina e messe a disposizione del pubblico presso la sede sociale, sul sito *internet* e con le altre modalità fissate dalla Consob con regolamento⁴⁸ almeno ventuno giorni prima della data fissata per l'assemblea. La legge richiede, poi, che almeno uno dei componenti del consiglio di amministrazione sia 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 abbiano presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti.

43 R. Costi, op. cit.

44 R. Costi, op. cit., 92.

45 R. Costi, op. cit., 92.

46 F. Chiappetta, *Diritto del governo societario*, Padova, Cedam, 2010, 159.

47 Articolo modificato dall'art. 3, comma 13, del d.lgs. 29 dicembre 2006 n. 303 (c.d. Decreto Pinza).

48 Cfr. in merito art. 144-octies Reg. Emittenti cit.

Il legislatore del TUF (nonché la disciplina regolamentare dettata dalla Consob)⁴⁹ ha rimesso all'autonomia statutaria la determinazione della quota minima di partecipazione necessaria per la presentazione delle liste da parte dei soci, fissando tuttavia un limite minimo pari ad un quarantesimo del capitale sociale o alla diversa misura stabilita in via regolamentare dalla Consob⁵⁰.

La disciplina descritta si applica nel caso in cui il sistema di amministrazione prescelto sia quello tradizionale o quello monistico. Viceversa, quando il sistema prescelto sia quello dualistico, per l'elezione del consiglio di sorveglianza trova applicazione la disciplina prevista per l'elezione del collegio sindacale⁵¹.

La delibera di nomina degli amministratori è, al pari di qualsiasi altra delibera, come già accennato in premessa, un procedimento le cui fasi essenziali sono "quelle della proposta, della votazione della proposta e, previo scrutinio dei voti, della proclamazione degli eletti"⁵².

La scelta del voto di lista quale sistema di votazione condiziona tutte le diverse fasi del procedimento.

Il voto di lista condiziona, innanzitutto, la prima fase del procedimento di nomina degli amministratori in quanto esso è, anzitutto, una particolare tecnica di presentazione della *proposta* di deliberazione⁵³. Esso, infatti, al fine di consentire la realizzazione di una delibera unica per la nomina di tutti gli amministratori (strumentale alla predisposizione di un sistema elettorale in grado di garantire una rappresentanza agli azionisti di minoranza) richiede che la proposta di deliberazione venga

49 V. art. 144-ter e ss. del Regolamento Emittenti (Regolamento n. 11971 del 14 maggio 1999 come successivamente integrato e modificato).

50 Cfr. in merito art. 144-*quater* Regolamento Emittenti, adottato con delibera 11971 del 14/05/1999 e successive modificazioni e integrazioni.

51 In merito all'applicazione del voto di lista per l'elezione degli amministratori in presenza di un sistema di amministrazione e controllo alternativo (sistema dualistico e sistema monistico) rispetto a quello tradizionale occorre compiere le seguenti considerazioni. In primo luogo il sistema dualistico si caratterizza per l'attribuzione delle funzioni di amministrazione e controllo, rispettivamente, al consiglio di gestione ed al consiglio di sorveglianza (art. 2409-*octies* c.c.). L'assemblea dei soci elegge il consiglio di sorveglianza che, a sua volta, nomina il consiglio di gestione. I componenti del consiglio di gestione non possono essere nominati componenti del consiglio di sorveglianza. La gestione dell'impresa spetta esclusivamente al consiglio di gestione.

Il sistema monistico, invece, si caratterizza per l'attribuzione delle funzioni di amministrazione e controllo, rispettivamente, al consiglio di amministrazione ed al comitato per il controllo sulla gestione (art. 2409-*sexiesdecies* c.c.). Il consiglio di amministrazione, nominato dall'assemblea dei soci, designa al suo interno il comitato per il controllo sulla gestione. La gestione dell'impresa spetta esclusivamente al consiglio di amministrazione.

La disciplina codicistica non prevede regole speciali per l'elezione del consiglio di sorveglianza nel sistema dualistico o per il consiglio di amministrazione nel sistema monistico. La disciplina speciale ha invece previsto per l'elezione del consiglio di sorveglianza sostanzialmente le stesse regole previste per il collegio sindacale. In relazione al consiglio di gestione, invece, la disciplina richiede solo la presenza di consiglieri indipendenti ed il rispetto dell'equilibrio tra i generi. Nel caso del sistema monistico, si applica la disciplina prevista nel caso del sistema tradizionale richiedendo, però, che il componente eletto dalla lista di minoranza sia in possesso dei requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza determinati ai sensi dell'art. 148, commi 3 e 4, per i sindaci.

52 M. Stella Richter Jr., *Voto di lista per la elezione delle cariche sociali e legittimazione dell'organo amministrativo alla presentazione dei candidati*, op. cit., 9; C. Angelici, *Società per azioni e in accomandita per azioni*, op. cit., 977 e 986; M. Campobasso, op. cit., 316.

53 M. Stella Richter Jr., op. cit., 10.

formulata "al di fuori, e cioè prima della riunione assembleare", facendo ricorso a liste bloccate, ossia immodificabili⁵⁴.

Il voto di lista di cui all'art. 147-ter del TUF implica anche la definizione di un termine per il deposito delle liste, spirato il quale le candidature (intese come complesso unitario di nomi) diventano immodificabili⁵⁵.

Il voto di lista incide anche sulla seconda fase del procedimento di nomina degli amministratori, e cioè sulle modalità di voto⁵⁶. Il voto, infatti, potrà essere espresso solo votando liste predefinite e, ancora, "una volta che le liste siano presentate ogni socio non potrà che votare una lista per come predisposta"⁵⁷. Tale modalità di voto consente di strutturare la delibera di nomina degli amministratori come delibera di nomina di "tutti" gli amministratori, cioè consente di avere un'unica delibera e non tante delibere quanti sono i componenti del collegio da eleggere. La predisposizione di un'unica delibera assume una notevole importanza, poiché "solo attraverso la contemporanea elezione di tutto il collegio (o comunque di una pluralità di candidati) può garantirsi uno o più posti a candidati tratti dalle liste, appunto, di minoranza"⁵⁸.

Il voto di lista incide, infine, sulla fase di proclamazione degli eletti: il presidente dell'assemblea, una volta effettuato lo scrutinio dei voti, dovrà infatti applicare al dato numerico ottenuto la 'regola elettorale' statutariamente prevista e, quindi, suddividere i posti da coprire tra le liste che hanno ricevuto i voti⁵⁹. A tale effetto, il presidente dell'assemblea avrà dovuto preventivamente "stabilire quali liste, ai fini del rispetto della stessa regola elettorale, siano effettivamente di 'minoranza' e cioè siano prive di quei collegamenti con chi abbia proposto o votato la lista 'di maggioranza' previsti dalla legge (e dai suoi regolamenti attuativi)"⁶⁰.

54 M. Stella Richter Jr., op. cit., 10.

55 M. Stella Richter Jr., op. cit., 10, il quale ha osservato, peraltro, che Come è stato osservato, peraltro, solo nel caso in cui "non venga ritualmente e tempestivamente presentata alcuna lista, i soggetti legittimati potranno 'liberamente' proporre in assemblea i nominativi da votarsi e cioè nella stessa adunanza avanzare le candidature".

56 E. Fazzutti, op. cit., 26, "Il 'voto di lista' (che non è un sistema elettorale, ma una modalità di voto che nulla dice di per sé circa il criterio per determinarne l'esito), tuttavia, designa, nella nostra letteratura societaria, ora il sistema di voto in virtù del quale gli eletti sono attribuiti alle varie liste di candidati in proporzione dei voti conseguiti da ciascuna, ora questo sistema ed il c.d. voto limitato (o metodo della cc.dd. liste bloccate), in forza del quale un minimum di eletti compete comunque ad una o più liste di minoranza, potendo ogni socio votare solo per un numero di amministratori o sindaci inferiore al totale da eleggersi".

57 Stella Richter, op. cit., 12.

58 Stella Richter, op. cit., 13, in tal caso si è evidenziato il problema del rinnovo parziale del consiglio, c.d. *staggered board*. La dottrina ha sostenuto che in simili casi lo statuto potrà prevedere "che, fermo restando l'obbligo di presentazione delle liste (art. 147 ter, comma 1 TUF), il diritto della lista c.d. di minoranza a vedere eletto almeno un suo rappresentante (art. 147 ter, comma 3 TUF) non ricorrerà a ciascun rinnovo parziale del consiglio ma ad uno solo di essi (appositamente predeterminato)".

59 M. Stella Richter Jr., op. cit., 13.

60 M. Stella Richter Jr., op. cit., 13, "In questa prospettiva è appena il caso di aggiungere che sarà quindi sulla regola statutaria che disciplini tale ultima fase del procedimento che deve svolgersi il giudizio di conformità col modello legale; così come sarà sul concreto risultato della elezione, per come proclamato, che dovrà valutarsi la validità della deliberazione". Come ha rilevato Assonime in *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina e operazioni con parti correlate*, (Anno 2011), Febbraio 2011, 71 (disponibile sul sito www.Assonime.it), "Le liste sono identificabili come di maggioranza o di minoranza in relazione all'esito della votazione in assemblea. Nel 2011 sono state presentate complessivamente 121 liste per l'elezione degli amministratori (in 76 società) e 118 (in 78 società) per quella del collegio sindacale. Le liste che in assemblea sono risultate di minoranza sono state 45 per gli amministratori e 40 per il collegio sindacale".

Anche in relazione all'art. 147-ter del TUF la dottrina ha assunto posizioni non uniformi⁶¹.

Una parte di essa ha ritenuto che l'elezione di amministratori di minoranza possa consentire di rappresentare efficacemente la posizione di una minoranza all'interno dell'organo di gestione, contribuendo così ad una più incisiva tutela della stessa minoranza⁶².

Al tempo stesso è stato osservato che, nella grande società azionaria che si rivolge al mercato del capitale di rischio (quale è la società quotata), non essendo più l'assemblea il luogo di confronto tra le diverse componenti sociali⁶³, soltanto all'interno del consiglio di amministrazione si potrà avere una composizione degli interessi sociali, prima ancora che di ponderazione dell'interesse sociale⁶⁴. Per questa ragione la previsione del voto di lista per l'elezione dei componenti del consiglio di amministrazione rappresenta "un nuovo principio generale"⁶⁵ per le società per azioni quotate.

Altra dottrina, invece, si è mostrata dubbiosa sulla funzione virtuosa degli amministratori di minoranza evidenziando, oltre al fatto che tale figura risulti praticamente assente all'estero, che esistono pericoli che ad essi sia riservato un ruolo solo formale o che la composizione pluralistica del consiglio possa avere ricadute nega-

61 È stato infatti osservato come l'articolo sia inserito in una legge (la Legge sul Risparmio) nata "sull'onda di una risposta – travagliata, contraddittoria e non immediata – agli scandali finanziari nostrani". In questi termini P. Montalenti, *Amministrazione, controllo, minoranze nella Legge sul Risparmio*, in La nuova legge di tutela del risparmio, Milano, Giuffrè, 2007, 21, che, a sua volta, richiama quanto già scritto in proposito da G. Rossi, *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, in *Riv. Soc.*, 2006, 1 ss.; G. Ferrarini, - P. Giudici, *La legge sul risparmio ovvero un pot pourri della corporate governance*, *Riv. Soc.*, 2006, 573 ss.; F. Capriglione, *Crisi di sistema e innovazione normativa: prime riflessioni sulla nuova legge sul risparmio (legge n. 262, del 2005)*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2006, I, 125 ss. Secondo L. Spaventa, *La legge sulla tutela del risparmio: passi avanti, errori, illusioni*, in *AGE*, 2006, 11 ss. essa "individua correttamente alcuni problemi alla radice dei passati scandali, sia comuni ad altre giurisdizioni, sia specifici della nostra realtà. Altra questione è se le soluzioni offerte siano sempre giuste ed equilibrate".

62 F. Denozza, *L'amministratore di minoranza e i suoi critici*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 767; M. Stella Richter jr., *Gli adeguamenti degli statuti*, op. cit., 3 ss.; G. Presti - F. Maccabruni, *Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglosassoni*, in *A.G.E.*, n. 1/2003, 111 e ss..

63 Cfr, sul punto B. Libonati, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, 102.

64 M. Stella Richter jr., *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, in *Giur. comm.*, I, 2006, 206; sembrerebbe conforme, G. Guizzi, *Il voto di lista per la nomina degli amministratori di minoranza nelle società quotate: spunti per una riflessione*, in *Corriere Giuridico*, 2007, 301. In particolare secondo M. Stella Richter jr., *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, op. cit., 206, "per quanto concerne il funzionamento dell'organo assembleare, chiunque abbia un po' di pratica di assemblee deve convenire sul fatto che, purtroppo, le adunanze assembleari sono quasi completamente monopolizzate, con rare eccezioni, da pensionati, mitomani, esibizionisti, squalificati ed impreparati ricattatori o altri ambigui personaggi. Si deve prendere così atto che l'assemblea dei soci di una società quotata non può che essere un organo di teatro dove normalmente si ratificano scelte prese altrove e, al più e solo nei momenti di contesa del controllo della società, il luogo ove si contano i voti; comunque non è mai un collegio dove si discutono e prendono decisioni".

65 M. Stella Richter jr., *Adeguamenti statutari e voto a scrutinio segreto nella legge sul risparmio*, in *Società*, 2006, 533, nota 1, "Con la menzionata disposizione si pone un nuovo principio generale: quello per cui nelle società quotate non solo l'organo di controllo, ma anche quello di amministrazione deve poter essere espressione di diverse componenti della compagine sociale e quindi fare sì che il consiglio sia, prima ancora che un collegio di ponderazione dell'interesse dei soci, un collegio di composizione dei vari interessi rilevanti che fanno capo alla società; la qual cosa ha naturalmente senso solo nella grande società azionaria che si rivolge al mercato del capitale di rischio, quale tipicamente è quella quotata, e su cui intervengono interessi variegati (non solo all'esterno, ma anche) all'interno della stessa compagine sociale".

tive sull'unitarietà e l'efficienza della gestione⁶⁶ per il pericolo che l'amministratore di minoranza possa avere incentivi a perseguire "non tanto l'interesse sociale, ma un interesse di parte, cioè quello della minoranza che lo ha nominato"⁶⁷. In sostanza, anche gli azionisti di minoranza, e dunque gli amministratori da essi nominati, possono avere obiettivi non coincidenti con l'interesse sociale ed essere portatori di conflitti di interessi, potenzialmente anche in misura più intensa rispetto agli azionisti di controllo, potendo essi avere quote marginali del capitale⁶⁸. Essi potrebbero avere incentivi a porre in essere comportamenti collusivi con il management o con l'azionista di controllo al fine di estrarre benefici privati dall'impresa, oppure a assumere atteggiamenti ostruzionistici al fine di perseguire finalità proprie⁶⁹.

Sulla stessa linea, alcuni studiosi sostengono, inoltre, che "il governo della società deve essere espressione della maggioranza; prevedere che anche la minoranza ne faccia parte può portare, per superare eventuali contrasti all'interno del consiglio di amministrazione, a mediazioni o consociativismi che sono deleteri per una corretta ed efficiente gestione"⁷⁰. Da questo punto di vista, secondo alcuni la figura dell'amministratore di minoranza può apparire come una soluzione alternativa rispetto all'amministratore indipendente, ma la seconda dovrebbe ritenersi preferibile rispetto alla prima alla luce della sua maggiore diffusione nelle principali esperienze straniere e "per il suo teorico distacco da ogni interesse particolare"⁷¹.

È stato anche osservato che, se la nomina di un sindaco di minoranza ha tradizioni risalenti e sarebbe giustificata dalla circostanza che è compito della minoranza 'controllare' con la nomina di un sindaco la legittimità e la correttezza della

66 Cfr. M. Ventoruzzo, *La composizione del consiglio di amministrazione delle società quotate*, in *La società quotata dalla riforma del diritto societario alla legge sul risparmio* (a cura di U. Tombari), Giappichelli, Torino, 2008, 154 e 155, F. Bonelli, *Ecco perché non può funzionare l'amministratore di minoranza*, in *MF*, 1 aprile 200 e P.G. Marchetti, *Corporate governance e disciplina societaria vigente*, in *Riv. Soc.*, 1996, 421, che già dieci anni prima aveva espresso perplessità rispetto ad una composizione frammentata del consiglio.

67 F. Bonelli, *Ecco perché non può funzionare l'amministratore di minoranza*, in *MF*, 1 aprile 2005, 13, il quale osserva come "la situazione è particolarmente evidente nei casi in cui, come sicuramente potrà accadere, sia un concorrente che acquisti la (piccola) percentuale di azioni che gli consente la nomina di un amministratore".

68 Cfr. M. Belcredi, S. Bozzi e C. Di Noia, *Board Election and Shareholder Activism: The Italian Experiment*, mimeo, 2012.

69 Cfr. M. Belcredi, S. Bozzi e C. Di Noia, op. cit..

70 Cfr. F. Bonelli, *Ecco perché non può funzionare l'amministratore di minoranza*, op. cit., 13 (il quale aggiunge anche che "mentre le normali clausole statutarie di voto di lista consentono agli azionisti di minoranza di eleggere un numero di amministratori proporzionale al loro peso azionario e, quindi, al loro rischio, le clausole statutarie in esame attribuiscono una rappresentanza in consiglio indipendentemente dal peso azionario della minoranza"). Secondo M. Belcredi, *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, e dintorni*, in *Riv. soc.*, 2005, I, 869, la nomina di amministratori da parte della minoranza non elimina il rischio di cattura di uno o più consiglieri da parte della maggioranza, ma semplicemente sostituisce tale rischio con quello "di accordi collusivi tra il management (o, nel sistema con azionariato concentrato, il socio di controllo) e i soci di minoranza abbastanza forti da giungere ad essere rappresentati in Cda. Di conseguenza se le nomine sono cogestite tra azionisti di controllo e di minoranza, la nomina di amministratori di minoranza non produce candidature intrinsecamente di miglior qualità rispetto a quelle formulate dagli azionisti di controllo". A sua volta A. Blandini, *Riforma del risparmio e società quotate: voto segreto, voto di lista e dintorni*, in *Società*, 2006, 273, ha rilevato che l'amministratore di minoranza rappresenterebbe "pur sempre un estraneo in società, il quale, benché soggetto a vincoli di riservatezza, di fedeltà, e, comunque, tenuto, al pari degli altri, ad adempiere le proprie obbligazioni come derivanti dalla legge e dallo statuto, non risponde sul piano sostanziale, alla maggioranza, ma soltanto alla formazione di minoranza che lo ha designato".

71 In questi termini P. Abbadessa, *Nuove regole di governance nel progetto di legge sulla tutela del risparmio*, in *Dir.banc.merc.fin.*, 2005, I, 538 e ss..

gestione⁷², viceversa l'imposizione per legge, in tutte le società quotate e senza condizioni di sorta, di un amministratore nominato da una percentuale di azionisti ristretta, da un lato, rappresenta nel nostro ordinamento un "un *unicum* mai riscontrato"⁷³ e, dall'altro, non rappresenta necessariamente un indice di migliore *governance*⁷⁴.

Vale la pena di sottolineare, inoltre, che il Legislatore della Legge sul Risparmio, pur introducendo la figura dell'"amministratore di minoranza", non è intervenuto sulla disciplina del funzionamento e dei compiti degli amministratori e del consiglio di amministrazione nel suo complesso.

Tale disciplina è quella codicistica del diritto comune, così come riformata dal Legislatore nel 2003, applicabile quindi anche alle società quotate. In tale inter-

72 F. Bonelli, op. cit., Sul punto si vedano anche P. Marchetti, op. cit., 103 (cfr. in particolare nota 2) nonché T. Ascarelli, *Problemi giuridici*, op. cit., 919. Un precedente della disciplina del voto di lista per l'elezione dei sindaci si ritrova nel progetto di riforma delle società per azioni predisposto dalla commissione De Gregorio nel 1964-1966 (v. P. Marchetti, op. cit., 103). Inoltre già l'art. 4 della legge sulle privatizzazioni stabiliva che le procedure previste per l'elezione del consiglio di amministrazione si applicassero anche all'elezione del collegio sindacale, di cui un rappresentante era riservato alle liste di minoranza. Successivamente l'art. 148, co. 2, del TUF, nella sua originaria formulazione, richiedeva per le società quotate che l'atto costitutivo contenesse "le clausole necessarie ad assicurare che un membro effettivo sia eletto dalla minoranza. Se il collegio è formato da più di tre membri, il numero dei membri effettivi eletti dalla minoranza non può essere inferiore a due". Con tale disposizione si garantiva la possibilità che nell'ambito del collegio sindacale vi fosse un componente di minoranza, ma non si individuava, ancora, esplicitamente il voto di lista quale strumento per l'elezione del collegio sindacale (M. Stella Richter Jr., *Voto di lista per la elezione delle cariche sociali e legittimazione dell'organo amministrativo alla presentazione dei candidati*, in AA.VV., *Studi per F. Di Sabato*, ESI, Napoli, 2009). L'attuale formulazione dell'art. 148, co. 2, del TUF (introdotto dalla Legge sul Risparmio, come integrata e modificata dal d.lgs. 29 dicembre 2006 n. 303) prevede che "la Consob stabilisce con regolamento le 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". La Consob ha, successivamente, disciplinato le modalità di elezione negli artt. 144-*quinquies* e seguenti del Regolamento n. 11971 del 14 maggio 1999, e succ. mod. e integr., c.d. Regolamento Emittenti. In base alla citata disciplina regolamentare, l'elezione del sindaco di minoranza è contestuale all'elezione degli altri componenti dell'organo di controllo. Ciascun candidato può presentare una lista per la nomina di componenti del collegio sindacale. Un socio non può presentare né votare più di una lista, anche se per interposta persona o per il tramite di società fiduciarie. I soci appartenenti al medesimo gruppo ed i soci che aderiscono ad un patto parasociale avente ad oggetto azioni dell'emittente non possono presentare o votare più di una lista, anche se per interposta persona o per il tramite di società fiduciarie. Un candidato può essere presente in una sola lista, a pena di ineleggibilità. È eletto sindaco effettivo il candidato indicato al primo posto nella lista che ha ottenuto il maggior numero di voti, tra le liste presentate e votate da parte di soci che non siano collegati ai soci di riferimento ai sensi dell'art. 148, comma 2 del TUF. È eletto sindaco supplente il candidato alla relativa carica indicato al primo posto nella lista. L'art. 148 del TUF, sia nella vecchia che nella nuova formulazione, "poneva e pone solo questo principio: che lo statuto deve mettere in condizione le minoranze azionarie di una società quotata di eleggere un sindaco": la legge impone, quindi, di "garantire la possibilità del risultato e non il risultato in sé" (M. Stella Richter Jr., *Voto di lista per l'elezione delle cariche sociali e legittimazione dell'organo amministrativo alla presentazione dei candidati*, op. cit., 3). In altre parole, la legge richiede che l'atto costitutivo consenta l'elezione di un sindaco ad opera della minoranza, ma non richiede che, in concreto, sia sempre eletto un sindaco di "minoranza", poiché la minoranza azionaria potrebbe non presentare o non votare la lista dei candidati sindaci (v. M. Stella Richter Jr., *Voto di lista per l'elezione delle cariche sociali e legittimazione dell'organo amministrativo alla presentazione dei candidati*, op. cit., 3). La presenza di sindaci eletti dalle minoranze è stata criticata da alcuni poiché sembrerebbe minare il loro ruolo di garanti *super partes* (A. Mazzoni, *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giur. Comm.*, 1998, I, 490; P. Montalenti, *Corporate governance: la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 337. *Contra*, S. Ambrosini, *Nomina del collegio sindacale nelle società quotate: il c.d. sindaco di minoranza*, in *Riv. soc.*, 1999, 1117) e condivisa da altri sulla considerazione che proprio il ruolo di controllore esercitato dal collegio sindacale giustifica la presenza al suo interno di componenti eletti dalle minoranze (cfr. M. Belcredi, *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza e dintorni*, *Riv. Soc.*, 2005, 863 ss.).

73 F. Bonelli, op. cit.

74 Così F. Chiappetta, *Diritto del governo societario*, Padova, Cedam, 2010, 160.

vento riformatore, il Legislatore ha ritenuto di delineare chiaramente i compiti e il ruolo dell'organo di amministrazione, probabilmente anche sulla scia di un dibattito aziendalistico, che si era evoluto decenni prima negli USA, che aveva portato ad una definizione ampia e articolata del concetto di "controlli interni". In particolare, il Legislatore del 2003 delinea per l'organo di amministrazione nel suo insieme, e quindi per gli amministratori privi di deleghe (come è verosimile siano gli amministratori di minoranza), ferma restando la responsabilità solidale di tutti i membri del consiglio di amministrazione⁷⁵, una funzione di *monitoring* o di "alta direzione" che riflette il concetto aziendalistico di "controllo direzionale", ossia di valutazione dell'andamento generale della società, di esame dei piani strategici, industriali e finanziari e di valutazione dell'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili (art. 2381, comma 3, c. c.). Il Legislatore sembra dunque delineare per il consiglio di amministrazione nel suo complesso, ferma restando la sua responsabilità concorrente con quella degli organi delegati nella gestione della società, un ruolo prevalentemente orientato sulla valutazione della coerenza degli atti di gestione con obiettivi di breve e lungo periodo definiti nell'ambito di documenti di pianificazione che le imprese normalmente adottano (soprattutto quelle quotate) e di valutazione dell'adeguatezza degli assetti procedurali e organizzativi di cui la società si dota.

La figura dell'"amministratore di minoranza" sembra presentare elementi di potenziale incoerenza rispetto a tale impostazione del diritto comune, poiché l'obiettivo di tutela delle minoranze e, più in generale, di prevenzione di abusi e frodi, che traspare chiaramente dagli atti parlamentari che documentano il dibattito sulla Legge sul Risparmio, sembrava prefigurare per gli amministratori di minoranza un ruolo più focalizzato sulla verifica della legittimità sostanziale dei singoli atti di gestione e della loro rispondenza all'interesse sociale, piuttosto che un ruolo di "alta amministrazione" quale quello fatto proprio dal Legislatore del codice civile.

Infine, la dottrina ha evidenziato come lo strumento del voto di lista sia stato utilizzato non per tutelare *qualsiasi* minoranza, quanto piuttosto soltanto *una* minoranza qualificata dal possesso di una data percentuale del capitale sociale (identificabile, nella maggior parte dei casi, negli investitori istituzionali)⁷⁶. Inoltre, come sarà illustrato nel paragrafo successivo, dalle risposte alla consultazione sul Libro Verde *The UE corporate governance framework* del 5 aprile 2011 è emerso che questa scelta potrebbe in qualche modo ledere il principio di uguaglianza degli azionisti in

75 In proposito, particolare rilievo assume la sentenza della Cassazione, V° Sezione penale, n. 28932/2011, dove fra l'altro si legge che "Può affermarsi, infatti, che la riforma della disciplina delle società, portata dal d. lgs. 6/2003, ha indubbiamente alleggerito gli oneri e le responsabilità degli amministratori privi di deleghe. Può anche segnalarsi che è stato formalmente rimosso il generale "obbligo di vigilanza sul generale andamento della gestione", ma non può trascurarsi che quest'ultimo dovere è stato chiaramente sostituito dall'onere di "agire informato" e correlato al potere di richiedere informazioni ai delegati. Esso è agevolmente rinvenibile tuttora (secondo autorevole e condivisa dottrina civilistica) nel dovere di diligenza. Ancora: il sistema societario ha mantenuto aree di gestione e di attribuzione che, per la loro rilevanza, non possono formare oggetto di delega. Esse, conseguentemente, restano nel perimetro della funzione propria di tutti i consiglieri.È doveroso aggiungere che il diritto individuale di richiedere informazioni si manifesta come espressione di un potere che – all'evidenza – sottende il dovere di doverosa conoscenza dell'operato degli altri amministratori (osservazione direttamente influente nella fattispecie dettata dall'art. 2381 co. 3 cod. civ.) circa l'assunzione di piani industriali e finanziari della stessa.Quanto dianzi osservato dimostra che l'amministratore "indipendente" è soggetto pur sempre collocato dall'ordinamento in una posizione di garanzia, cioè, di protezione di interessi diffusi propri di categorie (azionisti, creditori, dipendenti, ecc.) che non dispongono di adeguate capacità cognitive della realtà societaria."

76 Per tutti P. Montalenti, *Amministrazione, controllo, minoranze nella Legge sul Risparmio*, in *La nuova legge di tutela del risparmio*, Milano, Giuffrè, 2007, 31.

quanto tra due soci di minoranza possessori di partecipazioni azionarie che si differenziano per poche azioni, il diritto di nominare un membro nel consiglio di amministrazione potrebbe venire riconosciuto all'uno e non all'altro.

Infatti, in concreto, lo strumento del voto di lista è stato utilizzato in prevalenza da investitori istituzionali, essendo tali soggetti spesso quelli detentori di partecipazioni superiori a quelle minime definite dalla disciplina applicativa della norma e forse più di altri, in astratto, capaci di meglio interpretare i valori e gli interessi del mercato⁷⁷.

Più in generale, l'esperienza applicativa della disciplina ha mostrato che il voto di lista è stato attivato in circa la metà delle società quotate. Infatti, da una recente analisi avente ad oggetto le modalità di attuazione dell'art. 147-ter del TUF da parte delle società quotate italiane alla data al 31 marzo 2011⁷⁸, emerge che fra il 2008 e il 2011 la presentazione di liste di minoranza ha interessato tra il 37 ed il 49% delle società quotate⁷⁹. La presentazione di liste "di minoranza" di amministratori è più frequente nelle società di maggiori dimensioni⁸⁰, mentre non vi sono differenze significative in relazione al settore di appartenenza⁸¹. La presentazione di più liste di minoranza è molto frequente nelle società a controllo pubblico⁸² e meno frequente in quelle a controllo familiare⁸³.

Una recente indagine empirica ha messo in luce una serie di aspetti particolarmente interessanti che possono spiegare gli incentivi all'utilizzo dello strumento da parte di alcuni soggetti e il perché lo strumento del voto di lista non ha trovato appli-

77 Cfr. P. Montalenti, op. cit..

78 Assonime, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina e operazioni con parti correlate (Anno 2011)*, op. cit., 7.

79 In relazione al sistema elettorale, la citata indagine Assonime mostra che "la ripartizione dei posti ha tipicamente luogo attraverso il metodo c.d. dei quozienti, che prevede – ove vi sia pluralità di liste – l'attribuzione dei voti ai candidati dividendo il numero totale dei voti ottenuti da ciascuna lista per il numero d'ordine del singolo candidato nella lista, con correttivi diretti a garantire il rispetto dei vincoli di legge e di statuto (ad es. la presenza di un numero sufficiente di amministratori 'indipendenti'). Vi sono poi casi sporadici di singole candidature di minoranza presentate direttamente in assemblea (cfr. Assonime, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina e operazioni con parti correlate (Anno 2011)*, op. cit., 62, nt. 72). L'indagine di Assonime mostra anche che le società quotate adottano in prevalenza il metodo 'maggioritario' che prevede l'attribuzione della maggioranza dei posti alla lista risultata prima per numero di voti e una riserva di posti, indicata nello statuto, per candidati tratti da una o più liste di minoranza ("il numero minimo previsto dall'art. 147-ter, comma 3 TUF è uno, riservato ad un candidato tratto da una lista – se presente – non 'collegata' con i soci che hanno presentato o votato la lista di maggioranza. Peraltro alcune società hanno introdotto, volontariamente o per rispettare alcuni vincoli di legge, quote più elevate"). La stessa indagine ha stato altresì riscontrato un diffuso utilizzo del meccanismo elettorale proporzionale (ossia senza l'attribuzione di premi di maggioranza) che conduce al rischio che la lista di maggioranza relativa non giunga ad ottenere la maggioranza degli amministratori ("da tali casi va distinto quello (pure possibile e riscontrato in un caso) in cui l'azionista di maggioranza (pur in assenza di patti di sindacato) presenta volontariamente una lista con un numero di candidati non sufficiente a coprire la maggioranza dei posti, sicché la lista di "minoranza" ottiene in realtà la maggioranza dei posti").

80 Assonime, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina e operazioni con parti correlate (Anno 2011)*, op. cit., 64, "facendo riferimento ai dati 2011, essa è riscontrabile nel 67% delle società FTSE Mib, nel 50% delle Mid Cap e nel 41% delle Small Cap. Analogo andamento è riscontrabile per i sindaci".

81 Assonime, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina e operazioni con parti correlate (Anno 2011)*, op. cit., 65, "nel 2011 la presentazione di più liste è lievemente meno frequente nel settore finanziario (44% dei casi; è il 49% negli altri settori). Il dato settoriale è però soggetto a forti oscillazioni nel tempo. Nel settore finanziario continua invece ad essere più frequente, anche se la forbice si è ridotta, la presentazione di più liste per l'elezione del collegio sindacale (57% dei casi, è il 46% negli altri settori)".

82 Assonime, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina e operazioni con parti correlate (Anno 2011)*, op. cit., 65, "nel 2011 essa è rinvenibile nel 91% dei casi delle elezioni degli amministratori, come nel 2008".

83 Assonime, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina e operazioni con parti correlate (Anno 2011)*, op. cit., 65, "36% dei casi, era il 33% nel 2008".

cazione in molte società⁸⁴. In primo luogo, il lavoro mostra che il *quorum* minimo per presentare liste non rappresenta in termini concreti un ostacolo, nel senso che spesso vi sono azionisti con quote superiori al *quorum* che non presentano liste. Le spiegazioni di questo fenomeno possono essere almeno due. Da un lato c'è un problema di "apatia razionale", nel senso che i costi di presentazione delle liste possono essere significativi (incluso il costo di una potenziale sub-ottimale diversificazione di portafoglio necessaria per mantenere una quota azionaria superiore al *quorum*) e superiori ai benefici in termini di contributo alla valorizzazione della quota azionaria detenuta. Dall'altro, la rappresentanza in consiglio è spesso ottenuta attraverso strumenti alternativi di negoziazione privata con altri azionisti dominanti, quali i patti di sindacato. Più in generale, gli autori dello studio derivano da queste evidenze il fatto che la rappresentanza in consiglio non è necessariamente lo strumento più efficace per controllare l'operato del *management* e che comunque esso può implicare elevati costi di transazione. In secondo luogo, il lavoro mostra che l'attivismo degli istituzionali non è necessariamente correlato con incentivi al controllo del consiglio quando sono più alti i rischi di conflitti di interessi e che tale attivismo può avere una natura "politica", cioè può essere usato come meccanismo di segnalazione della qualità del gestore o come strumento per avere altri tipi di benefici non legati alla massimizzazione del valore della quota posseduta.

5 L'esperienza straniera (cenni)

Il voto di lista, inteso come meccanismo tecnico imposto dal Legislatore per consentire nelle società quotate alla minoranza azionaria di eleggere propri rappresentanti all'interno del consiglio di amministrazione, risulta essere un istituto piuttosto raro nel panorama internazionale⁸⁵.

Un recente studio dell'OCSE⁸⁶, dedicato all'analisi dei sistemi di nomina ed elezione del consiglio di amministrazione delle società, ha evidenziato che soltanto l'Italia ed Israele, tra i paesi censiti, impongono normativamente a certe società di dotarsi di regole che attribuiscono alla minoranza la facoltà di eleggere membri del consiglio di amministrazione. A tali Paesi occorre aggiungere, però, la Spagna (non analizzata nel citato studio dell'OCSE), nel cui ordinamento l'istituto del voto di lista è presente sin dal 1951 con l'obiettivo di realizzare un meccanismo proporzionale di rappresentanza delle minoranze⁸⁷.

84 Cfr. M. Belcredi, S. Bozzi e C. Di Noia, op. cit..

85 Assonime, in *Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (Anno 2010)*, Marzo, 80 (disponibile sul sito www.Assonime.it).

86 OECD – Directorate for Financial and Enterprise Affairs – Corporate Governance Committee, *Peer review 4: Board Nomination and Election*, aprile 2012.

87 Secondo la legge spagnola del 1951, recepita, poi, nella legge delle Società Anonime del 1989, "la elección de los miembros del Consejo se efectuará por medio de votación. A estos efectos, las acciones que voluntariamente se agrupan, hasta constituir una cifra del capital social igual o superior a la que resulte de dividir este último por el número de vocales del Consejo, tendrán derecho a designar los que, superando fracciones enteras, se deduzcan de la correspondiente proporción" [Artículo 137 (Sistema proporcional) della Ley de Sociedades anónimas 1989 (Real Decreto Legislativo 1564/1989, del 22 dicembre 1989). "En el caso de que se haga uso de esta facultad, las acciones

Anche la legislazione societaria russa prevede un sistema di elezione proporzionale dei consiglieri di amministrazione, reso obbligatorio per le sole società per azioni aventi un numero di soci superiore a mille⁸⁸.

Dal citato studio dell'OCSE emerge peraltro che quasi tutti i Paesi esaminati consentono alle società di introdurre clausole statutarie volte a garantire alle minoranze la possibilità di proporre la nomina di propri candidati nel consiglio di amministrazione, sebbene in alcuni casi tale possibilità sia subordinata al possesso di una quota minima di partecipazione azionaria⁸⁹.

Lo studio dell'OCSE evidenzia inoltre come non sia necessariamente il tipo di assetto proprietario che caratterizza le società dei singoli paesi a influire sulla scelta circa l'introduzione di regole vincolanti in tema di rappresentanza delle minoranze nel consiglio di amministrazione. Non esiste, infatti, una linea di tendenza a livello mondiale che possa indurre a ritenere che la scelta del voto di lista sia stata privilegiata (o svantaggiata) in paesi caratterizzati da una proprietà azionaria concentrata delle società quotate (come sono tipicamente quelli dell'Europa continentale), dove i conflitti di interessi sono tipicamente fra azionisti di controllo e minoranze, piuttosto che in paesi a proprietà azionaria diffusa (come sono gli Stati Uniti e il Regno Unito), dove il problema di *agency* si pone tra azionisti e management.

Naturalmente, la funzione del voto di lista assume una valenza molto diversa a seconda dell'assetto proprietario della società. Ad esempio, in una società a proprietà diffusa, sebbene il potere formale per la nomina dei consiglieri spetti all'assemblea, un ruolo rilevante è svolto dagli amministratori uscenti, e comunque ci sono spazi per un ampio utilizzo dello strumento della raccolta delle deleghe. In questo caso, la finalità dell'utilizzo del voto di lista è principalmente quello di contrastare gli

así agrupadas no intervendrán en la votación de los restantes miembros del Consejo.". L'ordinamento portoghese, invece, autorizza, ma non impone, il voto di lista (Cfr. P. G. Jager, *Privatizzazioni; «Public Companies», problemi societari*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 11).

88 M. Stella Richter, *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, op. cit., 205.

89 Consentono l'introduzione di una tale regola statutaria senza peraltro prevedere alcuna soglia minima di possesso azionario da parte della minoranza i seguenti Paesi: Australia, Belgio, Brasile, Repubblica Ceca, Finlandia, Germania, Giappone, Polonia, Slovenia, Svezia e Turchia. Consentono l'introduzione della regola ma solo a favore di minoranze qualificate dal possesso di una certa partecipazione azionaria: Canada (5%), Cile (1%), Estonia (5%), Francia (0,5-5%), Grecia (5%), Ungheria (1%), Indonesia (10%), Corea (3% per le società quotate), Messico (10%), Paesi Bassi (1%), Portogallo (2%), Singapore (5%), Svizzera (il valore nominale minimo della partecipazione posseduta non deve essere inferiore a 1 milione di franchi svizzeri). Cfr. OECD, *Peer review 4: Board Nomination and Election*, op. cit., p. 19 e 20. Per quanto riguarda l'ordinamento inglese, invece, la dottrina ha evidenziato l'assenza di regole che impongono principi di proporzionalità per l'elezione dei componenti il consiglio di amministrazione e, in generale, che la legislazione dice poco in merito alle modalità di nomina degli amministratori lasciando, così, ampio spazio allo statuto sociale (P. L. Davies, *Gower and Davies' Principles of modern company law*, Sweet & Maxwell, 2003, 307). Ad esempio, mentre per le *public company* la Sec. 218 del *Companies Act* prevede come necessaria l'assemblea dei soci per deliberare sulle materie di competenza degli azionisti (tra le quali rientra la nomina degli amministratori), nelle *private company* la legge non richiede che gli amministratori siano eletti dai soci riuniti in assemblea generale, né che essi si presentino periodicamente agli azionisti per essere rieletti. Non è raro, inoltre, che nelle *private companies* gli amministratori non si dimettano per raggiunti limiti di età, che siano nominati a vita o fintantoché duri il loro incarico. "It will, therefore, be appreciated that a member holding 51 per cent of the voting shares can be sure of electing the whole of the board or, at any rate, of having a veto over the constitution of the whole of the board. There is, in England, nothing comparable to the system of 'cumulative voting' which is optional or compulsory in many states of the United States and which affords the shareholders the possibility of board representation proportional to his holding. This system has now been extended, on an optional basis, to some other common law countries, but, though it has its advocates it seems unlikely to be introduced here" (P. L. Davies, *ibidem*).

amministratori uscenti e di garantire che la nomina di almeno qualche amministratore sia espressione degli azionisti. Nel caso, invece, di società a proprietà concentrata, come evidenziato nei precedenti paragrafi, un ruolo dominante è svolto dal socio di maggioranza o di controllo e pertanto, in tale ipotesi, scopo del meccanismo del voto di lista è quello di consentire una composizione del consiglio di amministrazione che non sia unicamente espressione del socio di controllo⁹⁰.

Particolarmente interessante sul punto risulta essere anche la recente riflessione in tema di *corporate governance* sviluppatasi a livello europeo a valle della consultazione del Libro Verde *The UE corporate governance framework* del 5 aprile 2011 della Commissione Europea.

Tra le problematiche affrontate nel Libro Verde, nella parte dedicata al ruolo degli azionisti nel governo delle imprese, vi è proprio quella relativa alla opportunità di offrire agli azionisti di minoranza ulteriori diritti a garanzia dei propri interessi sociali all'interno delle società in cui esiste un socio dominante o di controllo.

In particolare, la Commissione Europea, prendendo le mosse dall'idea secondo cui "l'impegno da parte degli azionisti di minoranza può rivelarsi particolarmente difficile in società dove è presente un azionista dominante o di controllo che, normalmente, è rappresentato anche nel consiglio di amministrazione", si è chiesta se per rafforzare i diritti delle minoranze possa risultare utile riservare agli azionisti di minoranza alcuni posti all'interno del consiglio di amministrazione⁹¹.

A tale domanda, posta con esplicito riferimento al voto di lista esistente in Italia, la maggior parte dei soggetti pubblici e privati ha risposto in senso *negativo* ritenendo che gli azionisti di minoranza godano già di sufficiente protezione⁹² e che il riconoscimento di ulteriori diritti (quali, appunto, il voto di lista) potrebbe: *i)* accrescere il rischio di abuso di tali diritti nei casi in cui la minoranza qualificata fosse propensa a perseguire interessi propri piuttosto che interessi 'sociali'; *ii)* ledere il principio di uguaglianza degli azionisti in quanto tra due soci di minoranza possessori di partecipazioni azionarie che si differenziano per poche azioni, il diritto di nominare un membro nel consiglio di amministrazione potrebbe venire riconosciuto all'uno e non all'altro; *iii)* determinare la formazione di un gruppo di comando 'non omogeneo' poiché nel consiglio sederebbero membri nominati dalla maggioranza e membri nominati dalla minoranza.

Più prudente, ma pur sempre critica, appare la risposta alla domanda in esame formulata dal Gruppo di esperti di diritto commerciale europeo (*European Company Law Experts*)⁹³ secondo cui: "*La protezione delle minoranze costituisce un*

90 Cfr., ad esempio, M. Belcredi, *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, e dintorni*, in *Riv. soc.*, I, 2005, 862 e ss..

91 La Domanda n. 21 contenuta nel Green Paper è la seguente: "*Do you think that minority shareholders need additional rights to represent their interests effectively in companies with controlling or dominant shareholders?*".

92 Si vedano le singole risposte in: Cfr. <https://circabc.europa.eu/faces/jsp/extension/wai/navigation/container.jsp>.

93 P. Davies, G. Ferrarini, K. Hopt, A. Pietrancosta, R. Skog, S. Soltysinski, J. Winter e E. Wymeersch, *Response to the European Commission's Green Paper "The EU Corporate Governance Framework"*, in http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1912548.

settore di competenza delle leggi nazionali in materia societaria, affrontate in modo diverso nei diversi Stati. Occorrerebbe una analisi legale ed empirica speciale e dettagliata circa i problemi che devono affrontare le minoranze e quali strumenti di protezione delle minoranze siano più efficaci per affrontare detti problemi e in base a quali circostanze. Prima di suggerire qualsiasi misura crediamo che la Commissione potrebbe richiedere l'elaborazione di uno studio sulle particolari misure necessarie per tutelare gli interessi delle minoranze, il contesto in cui dovrebbero operare e gli effetti che potrebbero avere".

6 (segue) Gli Stati Uniti d'America

Anche negli Stati Uniti d'America esistono meccanismi volti ad agevolare la presenza delle minoranze negli organi di amministrazione e controllo delle società; meccanismi che però, anche per la maggior presenza di *public company* in cui il *management* ha un potere molto forte, hanno seguito una strada diversa rispetto a quella scelta in Europa.

L'ordinamento degli Stati Uniti (comprensivo sia della legislazione federale che delle singole legislazioni nazionali) si caratterizza per la presenza di due meccanismi volti ad agevolare la presenza delle minoranze negli organi di amministrazione delle grandi società azionarie con titoli ampiamente diffusi sul mercato.

Si tratta del *cumulative voting*, che ha origini risalenti nel tempo, e di una disciplina più recente che, in attuazione del Dodd-Frank Act, dovrebbe prevedere un particolare meccanismo che facilita (anche in termini economici) l'accesso degli azionisti al *proxy system*.

Il *cumulative voting* non è altro che un sistema di elezione che attribuisce a ciascun socio: a) un numero di voti pari alla moltiplicazione tra il numero delle azioni possedute e il numero di amministratori da eleggere e b) la facoltà di distribuire detti voti su uno o più candidati, ossia assegnando un voto a ciascun candidato o concentrando i voti a disposizione su alcuni candidati, all'estremo, tutti i voti su un unico candidato⁹⁴.

Tale meccanismo di elezione del consiglio di amministrazione ha finalità per certi versi simili a quelle del voto di lista, essendo anch'esso finalizzato a consentire una rappresentanza negli organi di amministrazione della società da parte delle mi-

94 Sul tema, in Italia, si veda G. Lemme, *Il voto di lista*, in *Riv. dir. comm.*, 1999, I, 358. Per comprenderne il funzionamento l'Autore espone un semplice esempio. Si supponga che via sia una società con due soci ed un capitale suddiviso in mille azioni. Il socio di minoranza possiede trecento azioni e le restanti settecento sono di proprietà del socio di maggioranza. Supponendo che debbano essere eletti cinque amministratori, il primo socio ha diritto a 1500 voti mentre il socio di maggioranza ha diritto a 3500 voti. Nell'ipotesi in cui il socio di maggioranza distribuisse i propri voti su tutti i candidati ciascuno di essi riceverebbe 700 voti e, quindi, il socio di minoranza potrebbe eleggere due candidati attribuendo a ciascuno 750 voti. Il socio di maggioranza, pertanto, concentrerà i propri voti solo su quattro candidati, e il socio di minoranza riuscirà ad eleggere almeno un consigliere.

noranze. Presente in California già dal 1879⁹⁵, il *cumulative voting*, secondo uno studio del 2006⁹⁶, risultava essere obbligatorio in sei legislazioni societarie statali, facoltativo in quarantaquattro e vietato in una sola⁹⁷. Di fatto, l'applicazione di tale regola risulta abbastanza limitata fra le grandi società quotate americane: nel 1992 solo il 14 per cento delle maggiori 500 società americane aveva il *cumulative voting*⁹⁸ e anche studi successivi indicano che la frequenza di adozione del *cumulative voting* negli statuti delle imprese americane è molto bassa⁹⁹.

L'altro meccanismo presente negli Stati Uniti per favorire la presenza delle minoranze nell'organo di amministrazione consiste nelle norme che facilitano l'accesso degli azionisti al *proxy system* utilizzato dalla propria società, ossia al (costoso) sistema di invio agli azionisti, da parte della società e prima dell'assemblea, di tutta la documentazione necessaria per esercitare in modo consapevole il proprio diritto di voto mediante delega (ossia senza partecipare direttamente all'assemblea ed utilizzando un prospetto per la delega)¹⁰⁰.

Se la regolamentazione statunitense dell'attività di raccolta delle deleghe in ambito societario ha origini lontane (fu il Securities and Exchange Act del 1934 ad attribuire alla Securities and Exchange Commission - SEC il compito di regolamentare tale attività)¹⁰¹, è solo di recente che il legislatore americano con il Dodd-Frank Act del 21 luglio 2010¹⁰², ha specificatamente attribuito alla SEC il potere di emanare disposizioni che consentono l'uso da parte di un azionista del materiale per la sollecitazione di deleghe predisposto dalla società emittente al fine di ottenere deleghe per nominare persone nel consiglio di amministrazione della stessa società¹⁰³.

95 Costituzione California, art. XII, sez. 12, "In all elections for directors (...) of corporations, every stockholder shall have the right to vote, in person or by proxy, the member of shares of stock owned by him for as many persons as there are directors (...) to be elected, or to cumulate such shares and give candidate as many votes as the number of directors multiplied by the number of shares of stock shall equal, or to distribute them, on the same principle, among as many candidates as he shall think fit".

96 M. Stella Richter jr., *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, in *Giur. comm.*, I, 2006, 205.

97 Interessante è osservare che, nell'ambito della citata consultazione della Commissione Europea sul Libro Verde, è stata formulata da più parti la proposta di introdurre anche in Europa l'istituto del *cumulative voting* di cui si dirà nel par. successivo.

98 Cfr. J.N. Gordon, *Institutions as Relational Investors: A New Look at Cumulative Voting*, Columbia Law Review, 1994.

99 Cfr. R.C. Pozen, *Institutional Perspective on Shareholder Nominations of Corporate Directors*, working paper John M. Olin Center for Law, Economics, and Business, Harvard Law School, 2003

100 Sul tema, per tutti, si vedano: L. Bebchuk e J. Fried, *Pagare senza risultati* (traduzione e prefazione di D.U. Santosuosso), Torino, 2010, p. 250 e ss.; J. Macey, *Promises kept, promises broken*, Princetown - Oxford, 2008, p. 90 e ss..

101 Securities and exchange Commission, *Facilitating shareholder director nominations*, Release Nos. 33-9136; 34-62764; IC-29384, "Regulation of the proxy process was one of the original responsibilities that Congress assigned to the Commission as part of its core functions in 1934. The Commission has actively monitored the proxy process since receiving this authority and has considered changes when it appeared that the process was not functioning in a manner that adequately protected the interests of investors".

102 *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Pub. L. No. 111-203, §971, 124 Stat. 1376 (2010).

103 Sect. 971 "Proxy access, "The Commission (SEC) may issue rules permitting the use by a shareholder of proxy solicitation materials supplied by an issuer of securities for the purpose of nominating individuals to membership on the board of directors of the issuer, under such terms and conditions as the Commission determines are in the interests of shareholders and for the protection of investors". In realtà già prima del Dodd-Frank Act la legge riconosceva a

In attuazione di tale legge, la SEC, in data 25 agosto 2010, ha emanato la Rule 14a-11 in base alla quale l'azionista (o gli azionisti) che detiene da più di tre anni una partecipazione al capitale pari o superiore al 3%, può richiedere di includere nelle liste di candidati amministratori da votare (e nel materiale societario informativo relativo alle deleghe di voto) il nominativo di uno o più candidati, entro il limite massimo del 25% dei membri del consiglio di amministrazione. Tale diritto, inoltre, è esercitabile a condizione che detto azionista: a) dichiari di continuare a detenere la citata partecipazione successivamente all'assemblea annuale; b) non abbia acquistato le azioni al fine di mutare il controllo della società o di ottenere un numero maggiore di rappresentanti di quelli consentiti dalla legge in parola¹⁰⁴.

Nel caso in cui gli amministratori che compongono il consiglio non fossero stati eletti tutti nella stessa data (e quindi vi fossero diverse scadenze per il rinnovo - c.d. *staggered board*) e se in consiglio sedessero già amministratori eletti dalla minoranza nelle assemblee annuali, potrebbero venire eletti nuovi amministratori espressione della minoranza solamente a condizione che questi ultimi complessivamente non vengano a superare il 25% degli amministratori.

Quando le candidature presentate dalle diverse minoranze superino il limite del 25% loro consentito, la società, nell'invio del materiale necessario per la votazione, deve privilegiare gli azionisti che posseggono una quota di capitale superiore inserendo innanzitutto i nominativi da questi presentati e, solo successivamente, se ed in quanto risultassero posti ancora da 'coprire' per raggiungere la soglia del 25%, i nomi delle persone indicate dalle altre minoranze.

ciascun socio il diritto a candidarsi ma, di fatto, i soci o gruppi di soci, dovevano farsi carico di ogni onere relativo, compresa l'attività di sollecitazione delle deleghe che negli Stati Uniti (come altrove) risulta particolarmente costosa e, quindi, difficilmente accessibile ad un singolo socio o gruppo di soci (M. Ventoruzzo in *Empowering shareholders in directors' elections: a revolution in the making*, in ECGI - *Law Working Paper*, n. 147/2010, 2010, 6, rileva che la sola pubblicità per ottenere la delega di voto dagli azionisti costa al proponente tra i 5 e i 10 dollari per ogni singolo voto. Nella battaglia di deleghe scatenatasi nell'acquisto di Compaq da parte di HP, il costo totale finale delle deleghe è arrivato a 100 milioni di dollari). La regola del Dodd-Frank Act pertanto è finalizzata a garantire a ciascun socio o gruppo di soci l'effettivo diritto a poter presentare candidature come consigliere di amministrazione, nella convinzione che uno degli strumenti per responsabilizzare gli amministratori e controllare che vengano perseguiti nella gestione gli interessi sociali sia quello di influire sulla nomina e l'elezione degli amministratori. La SEC a tale proposito ha affermato che " We are adopting changes to the federal proxy rules to facilitate the effective exercise of shareholders' traditional state law rights to nominate and elect directors to company boards of directors. The new rules will require, under certain circumstances, a company's proxy materials to provide shareholders with information about, and the ability to vote for, a shareholder's, or group of shareholders', nominees for director" e che "A principal way that shareholders can hold boards accountable and influence matters of corporate policy is through the nomination and election of directors" (v. Securities and exchange Commission, *Facilitating shareholder director nominations*, op. cit.).

104 La regola è entrata in vigore 60 giorni dopo (ossia a fine ottobre 2010) e pertanto, data la tempistica delle *proxy rules* americane, ha trovato applicazione a partire dalle assemblee societarie del 2011. Essa si applica a tutte le società soggette alle *proxy rules* dell'Exchange Act - comprese, quindi, le imprese di investimento ed escluse le società che emettono solamente titoli di debito - a condizione che non sia espressamente vietata dalla legge dello Stato dove ha sede la società o dallo statuto della medesima società. La disciplina in parola, tuttavia, è stata successivamente impugnata di fronte alla corte federale (cfr. United States Court of Appeals for the District of Columbia Circuit, July 22, 2011) e non ha avuto applicazione nel 2012. Le scelte operate dalla Sec hanno comunque acceso un vivace dibattito sul tema negli Stati Uniti. Sul punto si veda, per tutti, R. SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della Direttiva azionisti*, op. cit., 56 nt. 60.

7 Considerazioni conclusive

Il presente lavoro ricostruisce la genesi e il dibattito dottrinale sull'istituto del voto di lista nell'ordinamento italiano, che si configura come strumento tecnico per consentire a minoranze azionarie la possibilità di esprimere propri rappresentanti in seno all'organo di amministrazione delle società per azioni. Il lavoro analizza altresì come il tema della rappresentanza delle minoranze all'interno dell'organo di amministrazione è stato trattato negli ordinamenti di alcuni paesi avanzati, e in particolare negli USA.

L'istituto, introdotto per la prima volta in Italia nel 1994 per specifici obiettivi di politica economica che lo Stato aveva all'epoca delle grandi privatizzazioni, cioè essenzialmente quello di favorire la nascita di *public companies* con assetti di *governance* attraenti per gli investitori, è stato poi ripreso nella disciplina speciale delle società quotate dalla Legge sul Risparmio nel 2005 in base a obiettivi e finalità molto diverse rispetto a quelle ascrivibili al Legislatore delle privatizzazioni.

Proprio questa genesi complessa e questo cambiamento nelle finalità assegnate a tale istituto, finalità che il Legislatore del 2005 sembra avere individuato nella possibilità di prevenzione di eventuali abusi da parte degli azionisti di maggioranza, ha indotto gli studiosi a riflettere sulla portata generale e sistematica da attribuire alla previsione in questione.

Al di là dei profili di coerenza con il diritto comune societario nel nostro ordinamento, tale istituto risulta essere piuttosto raro nel panorama internazionale.

Questa peculiarità italiana ha attirato l'interesse della stessa Commissione Europea, che ha voluto conoscere l'opinione degli operatori in merito a previsioni simili a quella descritta nell'ambito della consultazione sul Libro Verde *The UE corporate governance framework* pubblicato nell'aprile 2011. Molti operatori che hanno risposto alla consultazione su questo specifico aspetto, e sul tema più generale della necessità di introdurre nuovi strumenti a tutela delle minoranze, si sono espressi nel senso di ritenere che gli azionisti di minoranza godano già di sufficienti protezioni negli ordinamenti nazionali e che ulteriori diritti accrescerebbero solo il rischio di abusi¹⁰⁵.

Peraltro, anche in Italia il successo dell'istituto in questione è stato limitato o comunque probabilmente inferiore alle aspettative: fra il 2008 e il 2011, in meno della metà delle società quotate è stata presentata una lista da parte di azionisti di minoranza. Queste evidenze dipendono probabilmente dagli elevati costi di presentazione delle liste, dall'utilizzo di patti di sindacato che consentono risultati analoghi e dal fatto che la presenza di rappresentanti in seno all'organo di amministrazione probabilmente non è necessariamente vista come lo strumento più efficiente per controllare l'operato del management.

¹⁰⁵ Cfr. Commissione Europea, *Feedback Statement - Summary of Responses to the Commission Green Paper on the EU Corporate Governance Framework*, 15 novembre 2011, p. 16, sub Question 21, in http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement_en.pdf.

Da un punto di vista empirico, è molto complesso stabilire a posteriori i benefici del voto di lista in termini di prevenzione di comportamenti abusivi da parte delle maggioranze, così come peraltro risulta impossibile valutarne eventuali costi in termini di abusi delle minoranze o di disincentivi alla quotazione.

Da un punto di vista teorico, invece, pur non mettendo in dubbio i potenziali benefici dell'istituto in questione, alcuni giuristi nonché diverse istituzioni ed operatori europei che hanno risposto alla consultazione sul Libro Verde *The UE corporate governance framework* hanno evidenziato profili di criticità e perplessità.

Tra queste perplessità, la principale (anche se non l'unica) consiste nel fatto che il voto di lista può accrescere il rischio di abusi da parte delle minoranze poiché queste possono avere incentivi a perseguire interessi propri piuttosto che l'interesse sociale; ciò potrebbe altresì determinare la formazione di un gruppo di comando 'non omogeneo' al cui interno si potrebbe sviluppare una certa conflittualità. In questo modo, il consiglio di amministrazione rischierebbe di diventare una sede per la composizione di interessi divergenti e ciò limiterebbe il perseguimento del compito suo proprio, cioè la gestione. Quest'ultima, infatti, richiede l'esistenza di un organo coeso e competente.

Da questo punto di vista, se, in base al codice civile, così come previsto già nel sistema *ante* Riforma del diritto societario del 2003¹⁰⁶ ed ulteriormente accentuato da tale riforma, il consiglio di amministrazione è l'unico titolare della funzione di gestione, ciò non significa affatto che l'organo di gestione debba essere disattento alla volontà dell'insieme dei soci; anzi, compito degli amministratori, anche in seguito della riforma, è proprio quello di perseguire l'interesse sociale e non certo quello del socio o dei soci che li hanno nominati (art. 2391 c.c.).

L'attenzione alla volontà dei soci, peraltro, non significa riproporre in sede di organo amministrativo le dinamiche tipiche dell'organo assembleare, alterando in qualche modo le competenze e gli equilibri fra i diversi organi sociali. La logica della contrapposizione tra maggioranza ed opposizione, propria dell'assemblea, infatti, è estranea al consiglio di amministrazione.

Il problema, quindi, è quello del punto di equilibrio ottimale nel *trade-off* tra efficienza e immediatezza della gestione ed efficacia e pervasività dei controlli, evitando il rischio che una parte dei soci possa utilizzare l'attività sociale per conseguire un profitto indebito, ma senza alterare l'ordinaria e ordinata divisione di ruoli e competenze fra i diversi organi sociali tipica del diritto comune applicabile a tutte le società di capitali.

Concludendo, in estrema sintesi, due sembrano essere i principali potenziali inconvenienti del voto lista: il primo è quello di abusi da parte delle minoranze e quindi di amministratori di minoranza che possono perseguire interessi particolaristici piuttosto che l'interesse sociale; il secondo, invece, è quello di introdurre elementi di eccessiva conflittualità che possono incidere sull'efficienza dell'organo amministrati-

106 D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 recante la "Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366".

vo, poiché la logica tipica dell'assemblea di composizione di interessi divergenti verrebbe traslata sull'organo di amministrazione, il cui compito è invece quello della ponderazione dell'interesse sociale.

Per mitigare il primo dei due profili di criticità, una possibilità sulla quale riflettere potrebbe essere quella di prevedere che gli amministratori di minoranza debbano possedere i requisiti di indipendenza stabiliti dalla legge e dallo statuto¹⁰⁷ non solo nei confronti della società nel cui consiglio sono stati eletti¹⁰⁸ ma anche nei confronti dei soci che li hanno nominati. Parrebbe opportuno, infatti, che l'eventuale dialettica all'interno del consiglio di amministrazione sia affidata agli amministratori indipendenti in virtù del loro teorico distacco da ogni interesse particolare.

Inoltre, al fine di mitigare il rischio di eccessiva conflittualità, si potrebbe ipotizzare di introdurre la regola (in parte analoga, ma con finalità del tutto diverse, a quella proposta negli Stati Uniti) secondo cui possono utilizzare il meccanismo del voto di lista (cioè essere qualificate come "liste di minoranza") solamente soci che non intendono conseguire il controllo dell'organo di amministrazione e che quindi non sono portatori di interessi potenzialmente confliggenti con quelli dei soci di maggioranza. Se, ad esempio, ci sono due soci forti con quote simili che tentano di contendersi il controllo in assemblea attraverso una raccolta deleghe, proponendo liste per l'elezione dei componenti dell'organo di controllo con un numero di soggetti pari a quello dei componenti da eleggere, con il sistema attuale il socio "sconfitto" avrebbe comunque diritto a nominare propri rappresentanti nell'organo di amministrazione che potrebbero verosimilmente porsi in forte conflitto con quella espressione del socio "vincitore". La proposta in questione ipotizza invece di assegnare tali posti ai candidati della lista che sin dall'inizio segnala credibilmente di non avere obiettivi di controllo dell'organo di amministrazione. Gli amministratori di minoranza dovrebbero provenire quindi solo da "liste corte" di candidati (*short slate*), ossia liste con un numero di candidati, ad esempio, pari ad un quarto di quelli da eleggere nel consiglio di amministrazione. Nelle società dove invece c'è un controllo di fatto o di diritto la proposta in questione non avrebbe effetti pratici diversi da quelli previsti dal regime attuale.

In conclusione, al di là di questi possibili spunti di analisi per mitigare alcuni possibili inconvenienti del voto di lista, l'incertezza sull'effettivo bilancio costi-benefici dell'istituto in questione dovrebbe comunque portare a una riflessione più sistematica sugli strumenti di protezione degli azionisti di minoranza, anche al fine di pervenire ad un ordinamento più allineato a quelli altri paesi dell'Unione europea, quali ad esempio il potenziamento del ruolo e delle responsabilità degli amministratori indipendenti e la rivisitazione e razionalizzazione complessiva del sistema dei controlli interni nelle società quotate.

107 Ossia, secondo quanto dispone l'articolo 147-ter, comma 4, del TUF "i requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci dall'articolo 148, comma 3, nonché, se lo statuto lo prevede, gli ulteriori requisiti previsti da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria".

108 Nonché, ai sensi dell'art. 148, comma 3 del TUF, delle società da questa controllate, delle società che la controllano e di quelle sottoposte a comune controllo.

Recenti pubblicazioni

- 1** – novembre 2012
Quaderni giuridici Il voto di lista per la rappresentanza di azionisti di minoranza nell'organo di amministrazione delle società quotate
di S. Alvaro, G. Mollo, G. Siciliano
- 71** – ottobre 2012
Quaderni di finanza The determinants of government yield spreads in the euro area
di L. Giordano, N. Linciano, P. Soccorso
- 4** – luglio 2012
Discussion papers La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario
di N. Linciano, P. Soccorso
- 3** – luglio 2012
Discussion papers I Fondi Sovrani e la regolazione degli investimenti nei settori strategici
di S. Alvaro, P. Ciccaglioni
- 2** – dicembre 2011
Discussion papers L'*overpricing* dei *covered warrant*: evidenze per il mercato italiano
di E. Ciccone, L. Giordano, R. Grasso
- 70** – ottobre 2011
Quaderni di finanza Women on boards in Italy
di M. Bianco, A. Ciavarella, R. Signoretti
- 69** – luglio 2011
Quaderni di finanza L'impatto della frammentazione degli scambi azionari sui mercati regolamentati europei
di S.F. Fioravanti, M. Gentile
- 68** – maggio 2011
Quaderni di finanza La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori. Le implicazioni per gli intermediari e le Autorità
Atti del Convegno Consob-LUISS, Roma 4 giugno 2010
- 1** – febbraio 2011
Discussion papers I *credit default swap*. Le caratteristiche dei contratti e le interrelazioni con il mercato obbligazionario
di L. Amadei, S. Di Rocco, M. Gentile, R. Grasso, G. Siciliano

- 67** – luglio 2010
Quaderni di finanza Le obbligazioni emesse da banche italiane.
 Le caratteristiche dei titoli e i rendimenti per gli investitori
di R. Grasso, N. Linciano, L. Pierantoni, G. Siciliano
- 4** – aprile 2010
 Position papers Aumenti di capitale con rilevante effetto diluitivo
- 66** – gennaio 2010
Quaderni di finanza Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori
retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale
di N. Linciano
- 65** – dicembre 2009
Quaderni di finanza Il rapporto tra le Sgr e gli "esperti indipendenti" nella fase di valutazione degli *asset* dei fondi
 immobiliari
- 3** – ottobre 2009
 Position papers Gestione accentrata in regime di dematerializzazione delle quote dei fondi aperti
Gruppo di lavoro Consob-Banca d'Italia
- 2** – ottobre 2009
 Position papers Trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati *cash-settled*
- 64** – luglio 2009
Quaderni di finanza Le scelte di portafoglio degli investitori *retail* e il ruolo dei servizi di consulenza finanziaria
di M. Gentile, G. Siciliano
- 1** – maggio 2009
 Position papers *Short selling*
- 63** – aprile 2009
Quaderni di finanza Un approccio quantitativo *risk-based*
 per la trasparenza dei prodotti d'investimento *non-equity*
a cura dell'Ufficio Analisi Quantitative – Consob
- 62** – settembre 2008
Quaderni di finanza La crisi dei mutui *subprime*.
 Problemi di trasparenza e opzioni di intervento per le Autorità di vigilanza
di N. Linciano
- 61** – gennaio 2008
Quaderni di finanza Il *marketing* dei fondi comuni italiani. Modelli organizzativi, costi, andamento e nuove prospettive
 conseguenti all'introduzione della MiFID nell'ottica della vigilanza
di F.M. De Rossi, D. Gariboldi, G. Leggieri, A. Russo