

ALERT MEMORANDUM

La lista del CdA uscente: disciplina e profili critici

15 gennaio 2026

La legge 5 marzo 2024, n. 21 (la “Legge Capitali”)¹, oltre a conferire delega al Governo per una revisione organica del Decreto Legislativo n. 58 del 1998 (il “TUF”), è intervenuta direttamente sulla disciplina del voto per lista dell’organo amministrativo di società quotate, prevedendo (al nuovo art. 147-ter.1 TUF) la facoltà per il consiglio di amministrazione (“CdA”) uscente di presentare una propria lista di candidati ai fini del rinnovo dell’organo. Il legislatore ha conferito a Consob delega per l’emanazione delle relative disposizioni attuative che, dopo una lunga gestazione, sono state introdotte nel Regolamento Consob n. 11971/1999 (il “Regolamento Emittenti”) a seguito dell’entrata in vigore della delibera Consob n. 23725 del 29 ottobre 2025².

- **Facoltà per il CdA uscente di presentare una propria lista di candidati per il rinnovo dell’organo amministrativo, ove previsto in statuto e subordinatamente a (i) una deliberazione del CdA approvata a maggioranza dei 2/3 degli amministratori e (ii) l’indicazione, nella lista, di un numero di candidati pari al numero degli amministratori da eleggere maggiorato di 1/3**
- **Anticipo dei termini di deposito e pubblicazione della lista del CdA al 40° giorno precedente la data dell’assemblea**
- **Se la lista del CdA risulta la più votata:**
 - **seconda votazione assembleare individuale sui singoli candidati della lista del CdA, cui possono partecipare tutti i soci presenti o rappresentati in assemblea; e**
 - **amministratori di minoranza tratti proporzionalmente dalle prime due liste di minoranza, in una percentuale in ogni caso compresa tra il 20% e il 49% dei seggi**
- **Se la lista del CdA risulta la più votata, presidenza del comitato controllo e rischi da affidare a un amministratore indipendente tratto da una lista diversa**

Per qualsiasi domanda relativa ai temi trattati nel presente *memorandum*, potete contattare qualsiasi avvocato del nostro studio con cui siete abitualmente in contatto o gli autori di seguito indicati.

Giuseppe Scassellati Sforzolini

+39 06 6952 2220

gscassellati@cgsh.com

Roberto Bonsignore

+39 02 7260 8230

rbonsignore@cgsh.com

Matteo Montanaro

+39 02 7260 8244

mmontanaro@cgsh.com

David Singer

+39 02 7260 8274

dasinger@cgsh.com

Paolo Rainelli

+39 02 7260 8246

prainelli@cgsh.com

Gerolamo da Passano

+39 02 7260 8232

gdapassano@cgsh.com

Nicole Puppieni

+39 02 7260 8616

npuppieni@cgsh.com

Edoardo Ghio

+39 02 7260 8278

eghio@cgsh.com

Valentina Camusso

+39 02 7260 8688

vcamusso@cgsh.com

¹ Il testo della Legge Capitali è disponibile [qui](#).

² La delibera Consob n. 23725 è entrata in vigore il 13 gennaio 2025. Il testo della delibera è disponibile [qui](#).



I. Contesto di riferimento

L'art. 147-ter TUF continua a disciplinare, a seguito della riforma, il voto di lista "tradizionale", stabilendo che alla nomina dei componenti del CdA di società quotate si proceda sulla base di liste di candidati presentate dagli azionisti titolari di una quota minima di partecipazione (indicata all'art. 144-quater del Regolamento Emittenti).

Nel silenzio del legislatore, è emerso negli anni un acceso dibattito sulla possibilità di attribuire, per via statutaria, la facoltà di presentare una lista anche al CdA uscente. La questione aveva inizialmente suscitato perplessità, in parte alimentate da una pronuncia della Cassazione del 2007 che aveva dichiarato l'illegittimità di una clausola simile con riferimento alla nomina del collegio sindacale³.

Parallelamente, e sempre in assenza di un'espressa disciplina legislativa, numerosi emittenti avevano introdotto in statuto la possibilità per il CdA uscente di proporre all'assemblea una lista di candidati per il rinnovo del medesimo organo amministrativo. A fine 2020 si contavano 52 società quotate che riconoscevano per via statutaria un simile meccanismo: tra le altre, Unicredit, Telecom Italia, Mediobanca, BPER⁴. A fronte di tale diffusione, Consob è intervenuta con il Richiamo di attenzione n. 1/22 del 21 gennaio 2022, nel tentativo di incanalare e disciplinare l'evoluzione riscontrata nella prassi.

In tale contesto, l'art. 12, comma 2, della Legge Capitali ha introdotto l'art. 147-ter.1 TUF, da una parte riconoscendo la facoltà del CdA uscente di presentare una propria lista di candidati per il rinnovo dell'organo amministrativo e, dall'altra, introducendo una disciplina speciale alquanto complessa rispetto al modello generale del voto di lista delineato dall'art. 147-ter TUF.

La recente introduzione delle disposizioni attuative nel Regolamento Emittenti rappresenta l'ultimo tassello di un percorso di riforma durato anni,

alimentato da due consultazioni pubbliche con il mercato⁵, dall'acquisizione di un parere – seppur non vincolante – del Consiglio di Stato⁶ e da un intenso dibattito tra i commentatori.

II. La lista del CdA uscente per il rinnovo dell'organo amministrativo

a. Legittimazione e condizioni per la presentazione della lista

Ai sensi dell'art. 147-ter.1 TUF, la presentazione di una lista da parte del CdA uscente richiede (i) una previsione statutaria espressa, (ii) una deliberazione del CdA stesso approvata con una maggioranza qualificata dei 2/3 dei componenti e (iii) l'indicazione, nella lista, di un numero di candidati pari al numero degli amministratori da eleggere maggiorato di 1/3.

La lista presentata dal CdA uscente deve inoltre rispettare (i) i requisiti sull'equilibrio di genere nella composizione del consiglio, (ii) la necessità che almeno un amministratore eletto sia espressione della minoranza e (iii) la presenza obbligatoria di almeno uno o due (a seconda dei casi) amministratori indipendenti, in conformità a quanto previsto dall'art. 147-ter, co. 1-ter, 3 e 4, TUF.

Facoltà per il CdA uscente di presentare una propria lista di candidati per il rinnovo dell'organo amministrativo, ove previsto in statuto e subordinatamente a (i) una deliberazione del CdA approvata con una maggioranza qualificata dei 2/3 degli amministratori e (ii) l'indicazione, nella lista, di un numero di candidati pari al numero degli amministratori da eleggere maggiorato di 1/3

³ Cass. Civ., Sez. I, 13 settembre 2007, n. 19160.

⁴ I dati sono rinvenibili nel Richiamo di Attenzione Consob n. 1/22 del 21 gennaio 2022, disponibile [qui](#).

⁵ La relazione illustrativa degli esiti della consultazione preliminare è disponibile [qui](#). La relazione illustrativa degli esiti della seconda consultazione è disponibile [qui](#).

⁶ Il parere del Consiglio di Stato (Sez. I, 24 luglio 2025, n. 00751) è disponibile [qui](#).

b. Termini per il deposito e la pubblicazione della lista

Il termine per il deposito e la pubblicazione della lista consiliare (secondo le modalità previste dall'art. 147-ter, co. 1-bis, TUF) è anticipato al quarantesimo giorno precedente la data dell'assemblea. La disciplina generale dell'art. art. 147-ter, co. 1-bis, prevede infatti un termine di 25 giorni prima della data dell'assemblea per il deposito e di 21 per la messa a disposizione del pubblico.

Anticipo dei termini di deposito e pubblicazione della lista del CdA al 40° giorno precedente la data dell'assemblea

c. Votazione e meccanismo di riparto dei seggi

Qualora la lista del CdA risulti la più votata, l'assemblea deve procedere a un'ulteriore votazione individuale su ciascun candidato della lista stessa. Risultano eletti i candidati che hanno ottenuto i maggiori suffragi in questa seconda votazione e, solo in caso di parità, è determinante l'ordine progressivo con cui i candidati sono indicati nella lista. La prima votazione assolve dunque una funzione di selezione della lista "vincitrice", mentre la nomina degli amministratori avviene attraverso il voto sui singoli candidati.

Nella fase di consultazione, Consob aveva inizialmente ritenuto che alla votazione individuale dovessero partecipare soltanto i soci che avevano, in prima istanza, votato in favore della lista del CdA, al fine di (i) evitare una duplicazione del diritto di voto per chi avesse sostenuto altre liste e (ii) contenere possibili manovre di disturbo da parte degli azionisti avversi alla lista del CdA.

Tuttavia, prima di emanare la disposizione definitiva, la Consob ha ritenuto di richiedere sul punto un parere non vincolante al Consiglio di Stato, il quale ha risposto che il dato letterale dell'art. 147-ter.1 non giustificherebbe alcuna limitazione soggettiva, e Consob ha accolto tale interpretazione. Il nuovo art. 144-quater.1, comma 3, del Regolamento Emittenti prevede infatti che "[t]utti i soci presenti in

assemblea, direttamente o tramite un rappresentante, possono partecipare alla votazione individuale".

Tale soluzione massimizza il controllo assembleare, ma introduce un elemento di incertezza sulla composizione finale del CdA, che può essere così significativamente influenzato da azionisti che non avevano sostenuto *ab origine* la lista consiliare (discostandosi, pertanto, dall'ordine con cui i candidati erano inizialmente elencati nella lista), come evidenziato ad esempio da Assonime⁷.

Il nuovo art. 147-ter.1 TUF prevede poi il seguente meccanismo di riparto dei seggi spettanti alle minoranze (qualora la lista del CdA risulti la più votata):

- a) qualora il totale dei voti raccolti dalle altre liste di minoranza (in numero non superiore a due in ordine di consensi raccolti in assemblea) sia pari o inferiore al 20% dei voti espressi, queste avranno diritto a un numero di seggi in consiglio pari in totale almeno al 20% (con arrotondamento per eccesso nel caso in cui non risulti un numero intero). Tale sistema rappresenta una sorta di "premio di minoranza", volto a evitare che il peso numerico delle minoranze si traduca in una rappresentanza meramente simbolica in consiglio; e
- b) qualora il totale dei voti raccolti dalle altre liste di minoranza (in numero non superiore a due in ordine di consensi raccolti in assemblea) sia superiore al 20% dei voti espressi, le sole liste di minoranza che hanno conseguito una percentuale di voti pari o superiore al 3% concorrono alla ripartizione dei seggi proporzionalmente ai voti ricevuti – fermo restando che la maggioranza degli amministratori da eleggere è tratta dalla lista consiliare (salvo diversa previsione statutaria, ma in ogni caso con assegnazione di almeno il 20% dei seggi alle minoranze). Invece, i voti ottenuti dalle liste che non hanno raggiunto la soglia del 3% sono assegnati proporzionalmente ai voti ottenuti dalle liste che hanno superato tale soglia.

Se, infine, la lista del CdA uscente risulta l'unica ritualmente presentata, i consiglieri da eleggere sono tratti per intero dalla stessa.

⁷ Le osservazioni di Assonime in risposta al secondo documento di consultazione Consob sulle disposizioni attuative dell'art. 147-ter.1 TUF sono disponibili [qui](#).

Se la lista del CdA risulta la più votata: (i) seconda votazione assembleare individuale sui singoli candidati della lista del CdA, cui possono partecipare tutti i soci presenti o rappresentati in assemblea; e (ii) amministratori di minoranza tratti proporzionalmente dalle altre liste, in una percentuale in ogni caso compresa tra il 20% e il 49% dei seggi

d. Disciplina del comitato endoconsiliare

Qualora la lista del CdA uscente risultasse la più votata, lo statuto deve prevedere che l'eventuale comitato endoconsiliare istituito in materia di controllo interno e gestione dei rischi sia nominato dal CdA e presieduto da un amministratore indipendente scelto tra gli amministratori eletti che non siano tratti dalla lista consiliare risultata "vincente".

Pertanto:

- a) se la lista più votata è una lista presentata dai soci, la presidenza del comitato può essere attribuita a un amministratore tratto da tale lista; e
- b) se la lista più votata è la lista presentata dal CdA uscente, la presidenza del comitato deve necessariamente essere attribuita a un amministratore tratto da una lista diversa.

Se la lista del CdA risulta la più votata, presidenza del comitato controllo e rischi da affidare a un amministratore indipendente tratto da una lista diversa

e. Ulteriori questioni interpretative

Restano aperte diverse questioni applicative che il legislatore e Consob non hanno disciplinato in modo espresso, tra cui:

- dalla rubrica del nuovo art. 147-ter.1 TUF ("Consiglio di amministrazione"), letta in combinazione con la contestuale modifica della rubrica dell'art. 147-ter ("Amministratori"), non è chiaro se vi sia l'intento di delimitare il perimetro applicativo della nuova disciplina all'elezione del CdA nei sistemi di governance "tradizionale" e monistico, escludendo quindi l'elezione del Consiglio di sorveglianza nel sistema dualistico;

- ad eccezione del caso in cui le minoranze non ottengano un numero di voti superiore al 20% del totale (trattato al punto a) del precedente paragrafo c)), non è definito un criterio generale di arrotondamento da applicare alla ripartizione dei seggi tra le liste (per difetto, per eccesso o secondo soglie minime);
- non è chiaro se la nuova disciplina operi esclusivamente nei casi di rinnovo integrale del CdA o se possa estendersi anche a rinnovi parziali, come nel caso del c.d. "staggered board" tratto dalla prassi statunitense;
- non è espressamente chiarito se lo statuto possa prevedere limitazioni o requisiti ulteriori (analoghi a quelli previsti per la lista consiliare) anche per le liste presentate dagli azionisti;
- la disciplina non specifica se, ai fini del calcolo delle soglie del 20% e del 3% dei "voti espressi" di cui al paragrafo c), rientrino anche gli astenuti e i voti contrari; e
- la seconda votazione individuale richiede l'adozione di modalità operative che devono essere coordinate con la disciplina del voto elettronico, per corrispondenza e tramite rappresentante.

...

CLEARY GOTTLIEB