

**LA LIBERTÀ DELLA LISTA DEI SOCI:  
OVVERO L'OPA CHE ARRETRA?  
BREVISSIME NOTE**

MARCO VENTORUZZO

Con la consueta incisività e sintesi, Maurizio Irrera ha posto pochi giorni fa, su questa *Rivista*, una questione importante e seria, che va oltre i casi di cronaca attuali, circa il funzionamento del voto di lista per l'elezione degli amministratori<sup>1</sup>. La situazione che preoccupa l'Autore è quella in cui siano sottoposte al vaglio assembleare due liste "lunghe", ossia con un numero di candidati superiore alla metà degli eleggibili, una proposta dal cda, ed una proposta o sostenuta da un gruppo di soci rilevanti, e che si pongano in qualche misura in contrapposizione tra loro. Il punto centrale è questo: Irrera ravvisa una "disparità di trattamento", un inopportuno vantaggio a favore del consiglio, in quanto i (soli) soci "rischierebbero" di essere considerati concertisti ai fini dell'obbligo di opa.

Il ragionamento passa dall'art. 44-*quater* del Regolamento Emittenti. Questa norma, integrando la disciplina legislativa dell'azione di concerto, prevede una presunzione assoluta secondo la quale accordi *tra soci* per la presentazione di liste, o forme di cooperazione *tra soci* per far confluire voti su una lista «non configurano di per sé un'azione di concerto», dalla quale può derivare un obbligo di offerta successiva totalitaria o incrementale, ma *solo se i candidati in lista sono meno della metà dei consiglieri da eleggere*; dunque, se si tratta di liste corte. Ne discenderebbe – secondo la prospettazione dell'Autore – un inaccettabile svantaggio dei soci in "competizione" con i consiglieri in carica, perché mentre i primi sarebbero esposti al rischio di dover lanciare un'offerta, i secondi opererebbero in una «*comfort zone*» libera da simili timori. Si auspica quindi un chiarimento, verosimilmente nel senso di ampliare la zona franca in cui possono operare soci che presentino una lista lunga, o comunque una disciplina più analitica e specifica circa l'azione di concerto in queste e analoghe situazioni.

---

<sup>1</sup> M. IRRERA, *La dittatura della lista del cda: ovvero il nuovo che avanza? Brevi note*, in <https://blog.ilcaso.it>, pubblicato il 4 aprile 2022.

Provo a rispondere a questo problema con analogia brevità, limitandomi ad esso e trascurando gli ulteriori stimoli che la riflessione di Irrera pur offrirebbe. Me lo consente anche la circostanza di avere esaminato in altre sedi il tema della lista del cda e aver avuto occasione di esporre in vari contesti, prima e dopo la pubblicazione del richiamo di attenzione della Consob, le ragioni per le quali la ritengo una prassi che – col rispetto di alcune cautele – è non solo certamente legittima, ma per molti aspetti fisiologica, utile e positiva<sup>2</sup>.

Non ritengo che il problema sollevato dall'amico e collega Irrera sussista, o almeno non nei termini indicati: più precisamente, ritengo del tutto corretto, coerente con il sistema dell'opa obbligatoria, desiderabile e indefettibile a tutela delle minoranze, che i soci "rischino" (per usare le sue parole) di dover lanciare un'opa, mentre il consiglio no. Ciò che la disciplina dell'opa e dell'azione di concerto vuole evitare è che uno o più *azionisti* legati da rapporti significativi acquisiscano il controllo di un emittente – la cui cartina di tornasole è appunto la capacità di nominare la maggioranza degli amministratori – senza offrire a tutti gli investitori la possibilità di disinvestire a condizioni eque. Mi pare evidente che questo pericolo si ponga solo quando, in relazione alla situazione in esame, sono dei *soci*, individualmente o in concerto tra loro, ad acquisire o rafforzare (nell'opa da consolidamento) il controllo, a superare le partecipazioni rilevanti indicate dall'art. 106 TUF. Gli amministratori, in quanto tali, non detengono e non possono detenere il controllo dell'emittente che amministrano, il che ovviamente sarebbe un assurdo giuridico, né ciò è minimamente contraddetto dall'eventualità che una loro (mera) proposta ai soci, ancorché relativa alla composizione del prossimo consiglio, incontri il consenso degli azionisti. La variabile e potenzialmente effimera maggioranza che pure dovesse coagularsi intorno a una proposta del consiglio grazie a voti di cui essi non dispongono, non è indicativa di concentrazione degli assetti proprietari o trasferimento del controllo, di una stabilità di voti della quale, al contrario, possono disporre solo i soci.

Mi pare insomma infondato ravvisare una disparità di trattamento tra – da un lato – soggetti che comunque non potrebbero mai essere chiamati a lanciare un'opa (il consiglio? lo stesso emittente su tutte le proprie azioni? e a fronte di quali acquisiti di partecipazioni rilevanti e di quali voti esercitabili?), solo perché essi possono fare una proposta ai soci senza poter

---

<sup>2</sup> Sia consentito rinviare a M. VENTORUZZO, *Note sulla lista del consiglio uscente per l'elezione degli amministratori nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, p. 1398 ss.; ID., *Soci & scelte del board. Fa la scelta giusta*, in *Corriere della sera*, inserto *L'Economia*, 18 ottobre 2021, p. 24. Un più recente approfondito studio dedicato specificamente alla lista del cda è quello di A. PERRONE – P. M. SANFILIPPO, *La lista presentata dal consiglio di amministrazione nelle società a proprietà concentrata*, in *Rivista di diritto bancario*, 2022-2023, I, p. 1 ss.

essere chiamati a fare ciò che sistematicamente non sono mai tenuti a fare e non avrebbe senso economico imporre loro; e – dall’altro – soci che, proprio per la loro posizione, se integrano la definizione di concerto e gli ulteriori presupposti dell’opa, devono normalmente adempiere a quest’obbligo di legge. Sarebbe un po’ come lamentare una disuguaglianza tra un monopolista e un concorrente privo di posizione dominante perché solo il primo, e non il secondo, rischierebbe sanzioni *antitrust* imponendo prezzi d’acquisto ai consumatori o segmentando i mercati.

È certo che se i soci stipulassero un accordo rilevante *ex art. 122 TUF* per nominare la maggioranza del *board*, con voti propri o di terzi, al ricorrere delle condizioni necessarie (superamento delle partecipazioni di controllo e acquisti di azioni nel periodo rilevante), dovrebbero lanciare un’offerta, ma questo è del tutto coerente con la funzione dell’opa ed è giusto che la legge e la disciplina secondaria lo prevedano solo nei casi in cui ricorre la *ratio* dell’istituto.

Ciò salvo si voglia ritenere che è così importante che i soci possano collaborare liberamente per proporre e far eleggere la maggioranza del consiglio, in particolare quando essi non condividono una proposta del consiglio, da rendersi necessaria una sospensione o almeno attenuazione delle regole – peraltro di fonte europea e difficilmente derogabili sul punto a livello nazionale – sull’opa e il mercato del controllo a tutela delle minoranze. Anche di là dalla impossibilità di una simile soluzione a ordinamento vigente, non penso che nemmeno dal punto di vista del bilanciamento degli interessi in gioco, in prospettiva *de iure condendo*, tale conclusione sarebbe sostenibile.

D’altronde, volendo intrattenere per amore di discussione una simile ipotesi, sorgerebbero domande difficili. Perché allora una siffatta deroga alla disciplina dell’opa sarebbe desiderabile solo in presenza di due liste lunghe, e non di una sola presentata dai soci? Irrera infatti pare suggerire anche questo, osservando ad esempio che un rischio più generale dell’attuale approccio sarebbe che i soci di maggioranza, temendo l’opa (evidentemente anche in assenza di liste concorrenti), siano indotti a «optare sempre più spesso verso la presentazione di una lista “camuffata” del consiglio di amministrazione». Posto che eventuali collusioni che passino per il consiglio di amministrazione, se appunto integrano un patto parasociale e quindi un concerto, sono comunque passibili di applicazione dell’art. 109 TUF, mi pare che allora ci avvicineremmo, in modo assai pericoloso, a un depotenziamento generalizzato della tutela offerta dalla *mandatory bid rule*, che verrebbe meno proprio in casi esemplari di concerto tra soci, tramite patto parasociale, per controllare il consiglio.

Per quanto precede ritengo quindi che non si possa parlare, in questi casi, di una disparità di trattamento che pregiudichi ingiustamente azionisti

in “concorrenza” col consiglio, né che questi rilievi giustificerebbero esenzioni dal “rischio” di opa, bensì più propriamente si sia di fronte a una normale differenza di trattamento di situazioni soggettive e poteri ben diversi, che discende pianamente dalle finalità e regole dell’opa.

Un’ultima considerazione implicita in quanto detto, che permette comunque di ridimensionare le preoccupazioni qui discusse. Occorre infatti notare che accordi per la presentazione di liste corte godono sì di una presunzione di assenza di concerto, ma ciò non significa naturalmente che interlocuzioni tra soci in relazione alla presentazione e al voto su una lista, *sic et simpliciter*, creino una presunzione di concerto o un rischio di opa in assenza degli ulteriori requisiti della fattispecie. Perché tale rischio si concretizzi, infatti, occorre – sempre limitandosi al caso indagato – che si sia in presenza di un patto parasociale ai sensi dell’art. 122 TUF, e che si realizzi un superamento per acquisti a titolo oneroso delle percentuali rilevanti per come dispongono, congiuntamente, gli artt. 109 e 106 TUF.

In conclusione, poste queste obiezioni alla principale critica che Irrera pone al sistema, se invece si volesse semplicemente dire che le nozioni di concerto, così come ad esempio quella di collegamento tra liste, sono complesse, non sempre immediatamente applicabili alle fattispecie che la realtà presenta, sempre meritevoli di studio e talvolta di interpretazioni evolutive, va bene, ma sarebbe altro discorso da affrontare, credo, in termini diversi e più generali.