**LA LISTA DEL CDA NON SERVE PIÙ?
IL CASO GENERALI COME PARADIGMA
REGOLATORIO.
UNA BREVE NOTA**

di MAURIZIO IRRERA

1.- La disciplina della lista del consiglio di amministrazione per il rinnovo dell'organo gestorio, oggi codificata nell'art. 147-ter.1 del TUF, continua a rappresentare un crocevia sensibile per le dinamiche di governo societario nelle società quotate.

Se in alcuni ambienti essa è stata salutata come strumento razionalizzante nei contesti di azionariato disperso, in altri è stata percepita – talora anche con toni polemicici – come espressione di autoreferentiality del *management* e strumento di cristallizzazione del potere. La novella introdotta con la legge 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. “Legge Capitali”), ha alimentato un acceso dibattito dottrinale circa la portata e le finalità della riforma che alcuni hanno ritenuto calibrata *ad hoc* per disincentivare prassi ritenute distorsive emerse nel passato recente; altri – più o meno velatamente – hanno sostenuto che fosse stata introdotta per favorire alcuni gruppi imprenditoriali; altri ancora hanno sottolineato con dovizia di particolari la carente tecnica legislativa¹. In tale contesto, il caso Generali –

¹ Per un'analisi della nuova disciplina della lista del CdA, introdotta dall'art. 12 della legge 5 marzo 2024, n. 21, cfr., tra gli altri, G. Presti, *Elezioni degli amministratori e lista del CdA: peggio il rammendo del buco*, in *Riv. Soc.*, 2023, p. 1078 ss.; M. Ventrone, *Sub art. 12*, in *Commentario alla legge capitali*, a cura di P. Marchetti e M. Ventrone, Pisa, 2024, p. 84 ss.; M. Stella Richter jr., *Lista del consiglio di amministrazione e autonomia statutaria: prime riflessioni*,

nelle sue evoluzioni tra il 2021 e il 2025 – assurge a modello esemplificativo delle tensioni (e, forse, delle soluzioni) che la nuova disciplina ha inteso regolare.

Nel 2021, in prossimità del rinnovo del consiglio di amministrazione, Generali annuncia – per il tramite dell’organo uscente – l’intenzione di presentare una propria lista di candidati. La decisione suscita perplessità, alla luce della presenza, nella compagine, di un azionista rilevante quale Mediobanca (titolare di oltre il 13% del capitale) e della contrapposizione dichiarata di altri soggetti di peso (Caltagirone e Delfin). La lista consiliare, sostenuta da Mediobanca, viene approvata dall’assemblea dei soci nell’aprile del 2022 con una buona maggioranza. Nel dettaglio: lista del CdA 55,99%, lista Caltagirone 41,73%, lista Assogestioni 1,9%.

Nel marzo 2024 interviene la “Legge Capitali”, che introduce una regolamentazione puntuale e articolata dell’istituto: la legittimazione consiliare è subordinata alla previsione statutaria; la delibera richiede una maggioranza rafforzata (due terzi degli amministratori); la lista deve contenere un numero di candidati superiore di un terzo al numero degli amministratori da eleggere; il deposito deve avvenire 40 giorni prima dell’assemblea. Ma il cuore della riforma risiede nel c.d. “voto referendario”: qualora la lista del CdA sia risultata la più votata, ciascun candidato dovrà essere confermato individualmente, con una votazione separata e soggetta a quozienti di maggioranza specifici. Una

in *Riv. Soc.*, 2024, p. 113 ss.; M. Perrino, *La lista del CdA*, in *Le Società*, 2024, p. 857 ss.; C. Amatucci – G. Mollo, *Sub art. 12*, in *Legge Capitali. Commentario*, a cura di G. Martina, M. Rispoli Farina e V. Santoro, Torino, 2024, p. 125 ss.; L. Calvosa, *Voto di lista e lista del consiglio uscente*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2024, p. 419 ss.; I. Mecatti, *La lista del consiglio di amministrazione*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2024, p. 553 ss.; E. Mauceri, *La legittimità della lista consiliare alla prova della legge n. 21 del 5 marzo 2024*, in *NDS – Il Nuovo Diritto delle Società*, 2025, p. 67 ss.

Cfr., ancora, se vuoi, M. Irrera, *La lista del CdA: una nuova norma nell’occhio del ciclone*, in “*ilcaso.it*”, 12 settembre 2024; M. Irrera, *La lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate (art. 12)*, in AA.VV., *La Legge Capitali e la riforma dei mercati (I parte)*, a cura di M. Callegari ed E. Desana, in *Giur. It.*, 2024, p. 2722 ss.

disciplina di evidente complessità, la cui razionalità sistemica è stata oggetto – come si è detto - di approfondite valutazioni in dottrina.

2.- In un mio contributo coevo all’emanazione della riforma, avevo ritenuto che le condizioni restrittive previste dal nuovo art. 147-ter.1 TUF non rappresentassero tanto un disincentivo contingente, quanto un segnale regolatorio di fondo: contenere l’uso dell’istituto entro i limiti della sua *ratio* originaria, ovvero nei casi in cui l’assenza di un azionista di riferimento renda strutturalmente difficile la presentazione di liste da parte dei soci².

L’assemblea di Generali dell’aprile 2025 offre un interessante banco di prova. Contrariamente alle attese, non viene presentata alcuna lista da parte del consiglio uscente. Mediobanca – in modo diretto e trasparente – propone una lista in qualità di socio. Caltagirone conferma la sua iniziativa concorrente. La lista di Mediobanca ottiene il 52,38% dei voti espressi (36,02% del capitale), quella di Caltagirone il 36,8% (25,3%), mentre a lista Assogestioni si arresta al 3,67%. La disciplina, seppur formalmente inoperante, ha prodotto i suoi effetti *ex ante*, senza alterare i risultati assembleari, anzi la forbice tra le due liste si è allargata.

La riforma ha quindi raggiunto, almeno in questo caso, un risultato di chiarezza e di responsabilizzazione degli attori istituzionali. Il socio forte non ha più avuto interesse (e modo) a schermarsi dietro un’istanza “neutra” del consiglio uscente; il consiglio, a sua volta, non ha forzato la mano, consapevole delle implicazioni tecnico-procedurali. L’istituto è rimasto disponibile, ma non abusato. L’intervento normativo ha così assolto una funzione deterrente, senza imporsi con forza cogente. *Last, but not least*, il risultato assembleare non è cambiato.

² M. Irrera, *La lista del CdA: una nuova norma nell’occhio del ciclone*, cit.

3.- La nuova impostazione pare segnare - nell'ambito dell'ecosistema normativo e organizzativo delle società quotate - un ritorno ad una visione "prudenziale" della *corporate governance*, nella quale l'autonomia statutaria è ammessa, ma rigorosamente incanalata entro perimetri funzionali ben definiti. Il legislatore non ha vietato la lista del CdA, ma ha inteso riconfigurarla come opzione residuale, richiedente – in buona sostanza - condizioni di effettiva eccezionalità, nell'ambito delle quali il c.d. "voto referendario" non assume più quel significato punitivo che taluni avevano assegnato al medesimo.

È noto come in altri ordinamenti la partecipazione attiva del *board* alla formazione delle liste rappresenti un fatto non solo accettato, ma fisiologico. La scelta italiana si muove in senso diverso, segnalando una preferenza per una separazione netta tra organo esecutivo e soggetti legittimati alla nomina, nella logica della neutralità procedurale. Non si tratta di una visione necessariamente "anti-manageriale", quanto piuttosto di una strategia di riduzione di un conflitto di interessi implicito.

Talvolta, per concludere questa breve nota, il legislatore – come ho sostenuto - disciplina in modo minuzioso, proprio per renderla onerosa, la scelta di taluni percorsi ritenuti "sensibili", come la lista del CdA: nel nostro caso la strategia normativa sembra aver funzionato. E il sistema – almeno a quanto consta – l'ha recepita con misura, senza traumi: tanto tuonò che... non piovve!