



Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



Vol. nº 191 n.º 2, jan. 2026/jun. 2026

RDM 191, n.º 2

Artigos e Atualidades:

1. O Conceito de Poder de Controle segundo a Análise de Três Juristas que o Direito Societário Brasileiro Jamais Poderá Esquecer: Fábio Konder Comparato, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Erasmio Valladão Azevedo e Novaes França)
2. Um olhar sobre a Itália: novidades legislativas e debates doutrinários sobre a apresentação de uma lista de candidatos para a eleição do conselho de administração de sociedades anônimas pelos administradores "cessantes" (Andrea Pontecorvi)
3. A reserva de lucros a realizar quando os lucros a realizar excedem o valor do dividendo de distribuição obrigatória (Giulia Cavallieri Gomides; Pedro Teixeira Mendes Parizotto)
4. Aspectos jurídicos do 'media for equity': análise dos aspectos societários na integralização do capital social de empresas por meio da cessão do direito de uso da imagem (Luis Pedro Matos França; Leonardo de Moraes Salvato)
5. Instituições, Incerteza e Insolvência: Uma Análise Econômica da Eficiência da Recuperação Judicial no Brasil (Augusto Jorge Siqueira Elias)
6. A racionalidade econômica como critério de interpretação contratual: conteúdo, âmbito de incidência e aplicação do art. 113, § 1º, V, do Código Civil (Giovanni Martins Morroni)
7. O Caso Mary Boone: opacidade, regulação e reconfiguração do sigilo contratual no mercado de arte (Sofia Cristina Sanchez Buchala)
8. A inconstitucionalidade do regime jurídico tributário de IBS e de CBS relativo aos fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs) dedicados à liquidação antecipada de recebíveis (Ricardo Alessandro Castagna; Pedro Terra)
9. Depósito centralizado de valores mobiliários no Brasil: histórico, regulação e novos entrantes (Jorge Luciano de Jesus Aragão; Lucas Caminha; Rodrigo de Abreu Pinto)
10. O Direito de Preferência na Reversão da Subsidiária Integral (Adriano Helena Sasseron; Luiz Eduardo Jodas Siqueira)

ISBN 978-65-6006-302-0



IDGLOBAL
Instituto de Direito Global



rdm
revista de direito mercantil

EXPERT
EDITORA DIGITAL

Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
industrial, econômico e financeiro
v. 191 nº2

Publicação do Instituto Brasileiro de Direito Comercial
Comparado e Biblioteca Tullio Ascarelli do Departamento de
Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de
São Paulo

Ano LXV (Nova Série)

Janeiro 2026/Junho 2026

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
Industrial, econômico e financeiro
Nova Série – Ano LXV – v. 191 n°2 – Jan. 2026/jun. 2026

FUNDADORES:

1 a FASE: WALDEMAR FERREIRA

FASE ATUAL: Profs. Philomeno J. da Costa e Fábio Konder Comparato

CONSELHO EDITORIAL:

Alexandre Soveral Martins

Carlos Klein Zanini

Jorge Manuel Coutinho de Abreu

Judith Martins-Costa

Paulo de Tarso Domingues

Rui Pereira Dias

Ana de Oliveira Frazão

Gustavo José Mendes Tepedino

José Augusto Engrácia Antunes

Luís Miguel Pestana de Vasconcelos

Ricardo Oliveira Garcia

Sérgio Campinho

COMITÊ DE REDAÇÃO:

Antonio Martín

Calixto Salomão Filho

Eduardo Secchi Munhoz

Francisco Satiro De Souza Junior

José Alexandre Tavares Guerreiro

Juliana Krueger Pela

Mauro Rodrigues Penteado

Marcos Paulo De Almeida Salles

Newton de Lucca

Paulo Fernando Campos Salles De Toledo

Priscila Maria Pereira Corrêa Da Fonseca

Balmes Vega Garcia

Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa

Erasmus Valladão Azevedo E Novaes
França

Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa

José Marcelo Martins Proença

Luiz Gastão Paes de Barros Leães

Manoel De Queiroz Pereira Calças

Marcelo Vieira Von Adamek

Paula Andréa Forgioni

Paulo Frontini

Rachel Sztajn

Renata Mota Maciel
Rodrigo Octávio Broglia Mendes
Sheila Christina Neder Cerezetti
Vinícius Marques De Carvalho

Roberto Augusto Castellanos Pfeiffer
Ruy Camilo Pereira Junior
Thiago Saddi Tannous
Vitor Henrique Pinto Ido

COORDENADORES ASSISTENTES DE EDIÇÃO:

Beatriz de Sousa
Luma Luz
Heitor Augusto Pavan Tolentino Pereira

Rafaela Vidal Codogno
Matheus Chebli De Abreu

ASSESSORIA DE EDIÇÃO DISCENTE:

Ana Carolina Amado Britto
Ana Luísa Sepulcri Basilio
Bárbara Deki Meirelles
Camila Borja de Oliveira
Leticia Thiemy Venturini
Luiza Viana Pessoa Lopes

Mariana Caroline Silva Aguiar
Maria Vilasboas Fagundes
Stella dos Santos Lemos Fernandes
Sofia Buchala
Yasmin Haddad D'Alpino

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL

Publicação semestral da Editora Expert LTDA
Rua Carlos Pinto Coelho, CEP 30664790 Minas Gerais, BH – Brasil
Diretores: Luciana de Castro Bastos, Daniel Carvalho

Direção Executiva: Luciana de Castro Bastos

Direção Editorial: Daniel Carvalho

Diagramação e Capa: Editora Expert

Revisão: Do Autor

A regra ortográfica usada foi prerrogativa do autor.



Todos os livros publicados pela Expert Editora Digital estão sob os direitos da Creative Commons 4.0 BY-SA. <https://br.creativecommons.org/>
"A prerrogativa da licença Creative Commons 4.0, referências, bem como a obra, são de responsabilidade exclusiva do autor"

AUTORES: Adriano Helena Sasserone, Andrea Pontecorvi, Augusto Jorge Siqueira Elias, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, Giovanni Martins Morroni, Giulia Cavallieri Gomides, Jorge Luciano de Jesus Aragão, Leonardo de Moraes Salviato, Lucas Caminha, Luis Pedro Matos França, Luiz Eduardo Jodas Siqueira, Pedro Teixeira Mendes Parizotto, Pedro Terra, Ricardo Alessandro Castagna, Rodrigo de Abreu Pinto, Sofia Cristina Sanchez Buchala.

ISBN: 978-65-6006-302-0

Publicado Pela Editora Expert, Belo Horizonte, Junho de 2026

A Revista de Direito Mercantil agradece ao Instituto de Direito Global pelo fomento à publicação deste volume.

Pedidos dessa obra:

experteditora.com.br

contato@editoraexpert.com.br



MINI-CURRÍCULOS DOS AUTORES:

Adriano Helena Sasseron: Doutorando e Mestre em Direito Comercial pela USP. Master em Finanças Corporativas e Controladoria pela EESP - FGV. Advogado em São Paulo.

Andrea Pontecorvi: Pesquisador (Ricercatore a tempo determinato) no Departamento de Ciências Econômicas, Empresariais e Estatísticas da Universidade de Palermo, Palermo, Itália. Doutor em Direito Comercial pela Scuola Dottorale Internazionale “Tullio Ascarelli”, Università Roma Tre, Roma, Itália.

Augusto Jorge Siqueira Elias: Mestre em Direito, Justiça e Desenvolvimento pelo IDP. Assessor Especial do 3º Tabela de Notas de São Paulo. Advogado licenciado.

Erasmus Valladão Azevedo e Novaes França: Graduado pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (1973), e mestre em Direito Comercial pela mesma instituição (1992), onde também concluiu doutorado em Direito Comercial (1998) e a livre-docência em Direito Comercial (2012). Professor sênior. Ex-Chefe do Departamento de Direito Comercial (2016-2019). Tem experiência na área de Direito, com ênfase em Direito Comercial, atuando principalmente no campo do Direito Societário.

Giovanni Martins Morroni: Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da USP (2025). Advogado da área de Pesquisa do escritório BMA Advogados.

Giulia Cavallieri Gomides: Advogada em Xavier Gagliardi Inglez Schaffer Advogados. Bacharel e Mestranda em Direito Civil pela Faculdade de Direito do Largo São Francisco (FDUSP), com dupla diplomação pela Université Jean Moulin Lumière Lyon III (França),

em que atualmente cursa o Master em Direito Econômico Franco-Brasileiro.

Jorge Luciano de Jesus Aragão: Advogado. Graduado em Direito pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio). Pesquisador associado ao Instituto Brasileiro de Finanças Digitais (IFD).

Leonardo de Moraes Salviato: Advogado formado pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP), com foco em Direito Societário e Regulação do Mercado de Capitais. Atuou e coordenou grupos de pesquisa como o Centro de Estudos de Mercado Financeiro e de Capitais (CEM) e o Center for M&A Studies, dedicando-se a temas de regulação do mercado de capitais, governança corporativa e operações societárias. Atualmente é graduando em História pela FFLCH-USP.

Lucas Caminha: Diretor jurídico de instituição financeira, doutorando em Regulação pela Fundação Getúlio Vargas, mestre em Direito Empresarial pela UERJ, graduado em Direito pela UFRJ. Autor das obras “Novo Mercado de Crédito: Concorrência, Regulação e Novas Tecnologias” e “Captação de Recursos por Startups”.

Luis Pedro Matos França: Advogado formado pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP), com foco em Direito Societário e Fusões e Aquisições de Empresas. Participação no Grupo de Estudos de Direito Concorrencial da USP (GDC), dedicando-se a estudar relações entre concorrências, mercado e questões societárias.

Luiz Eduardo Jodas Siqueira: Bacharel em Direito pela SP (2019). Master en Droit (Contentieux, Arbitrage et Modes Amiables de Résolution des Différends) pela Université-Paris-Panthéon-Assas, França (2023). Mestre em Direito Comercial pela USP (2025). Advogado em São Paulo.

Pedro Teixeira Mendes Parizotto: Advogado em Tavares Guerreiro Advogados. Bacharel, Mestre e Doutorando em Direito Comercial pela Faculdade de Direito do Largo São Francisco (FDUSP).

Pedro Terra: Graduando na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP). Bolsista de Iniciação Científica do CNPq.

Ricardo Alessandro Castagna: Doutor em Direito Econômico, Financeiro e Tributário pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP). Mestre em Direito pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC/SP). Pesquisador pós-doutoral pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP) e pela Faculdade de Direito da Universidade de Navarra (UNAV), Espanha. Diretor Acadêmico e Professor de Direito Financeiro e Direito Tributário do CEU Law School. Professor de Direito Tributário e de Direito Financeiro e Coordenador do curso de Direito da Faculdade Belavista.

Rodrigo de Abreu Pinto: Presidente do Instituto Brasileiro de Finanças Digitais (IFD). Graduado em Direito pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio) e Filosofia pela Universidade de São Paulo (USP). Diretor da Câmara de Comércio Brasil-Portugal (PE). Membro da Comissão de Direito Empresarial do Instituto dos Advogados de Pernambuco (IAP-PE). Membro da Comissão de Mercado Financeiro e de Capitais da Ordem dos Advogados de Pernambuco (OAB-PE). Conselheiro da Fundação Gilberto Freyre.

Sofia Cristina Sanchez Buchala: Estudante de Direito na USP (conclusão prevista para 2026), pesquisadora na área de Direito Internacional e Direito do Comércio Internacional e intercambista no Center for Transnational Legal Studies (CTLs), em parceria com Georgetown University e King's College London.

SUMÁRIO

O conceito de poder de controle segundo a análise de três juristas que o direito societário brasileiro jamais poderá esquecer: Fábio Konder Comparato, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira15

Erasmu Valladão Azevedo e Novaes França

Um olhar sobre a Itália: novidades legislativas e debates doutrinários sobre a apresentação de uma lista de candidatos para a eleição do conselho de administração de sociedades anônimas pelos administradores "cessantes"29

Andrea Pontecorvi (Universidade de Palermo)

A reserva de lucros a realizar quando os lucros a realizar excedem o valor do dividendo de distribuição obrigatória73

Giulia Cavallieri Gomides (Universidade de São Paulo), Pedro Teixeira Mendes Parizotto (Universidade de São Paulo)

Aspectos Jurídicos do Media for Equity: análise dos aspectos societários na integralização do capital social de empresas por meio da cessão do direito de uso da imagem91

Luis Pedro Matos França (Universidade de São Paulo), Leonardo de Moraes Salviato (Universidade de São Paulo)

Instituições, incerteza e insolvência: uma análise econômica da eficiência da recuperação judicial no Brasil.....117

Augusto Jorge Siqueira Elias (Instituto Brasileiro de Desenvolvimento, Ensino e Pesquisa)

A racionalidade econômica como critério de interpretação
contratual: conteúdo, âmbito de incidência e aplicação do art. 113,
§1º, V, do Código Civil.....159

Giovanni Martins Morroni (Universidade de São Paulo)

O caso Mary Boone: Opacidade, regulação e reconfiguração do
sigilo contratual no mercado de arte193

Sofia Cristina Sanchez Buchala (Universidade de São Paulo)

A inconstitucionalidade do regime jurídico tributário de IBS e de CBS
relativo aos fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCS)
dedicados à liquidação antecipada de recebíveis.....217

Ricardo Alessandro Castagna (CEU), Pedro Terra (Universidade de São Paulo)

Depósito centralizado de valores mobiliários no Brasil: histórico,
regulação e novos entrantes257

*Rodrigo de Abreu Pinto (Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro), Jorge
Luciano de Jesus Aragão (Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro), Lucas
Caminha (Fundação Getúlio Vargas)*

O Direito de Preferência na Reversão da Subsidiária Integral.....301

*Adriano Helena Sasseron (Universidade de São Paulo, São Paulo), Luiz Eduardo
Jodas Siqueira (Université Paris Panthéon Assas, França)*

UM OLHAR SOBRE A ITÁLIA: NOVIDADES LEGISLATIVAS E DEBATES DOUTRINÁRIOS SOBRE A APRESENTAÇÃO DE UMA LISTA DE CANDIDATOS PARA A ELEIÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO DE SOCIEDADES ANÔNIMAS PELOS ADMINISTRADORES “CESSANTES”

A LOOK AT ITALY: LEGISLATIVE DEVELOPMENTS AND DOCTRINAL DEBATES ON THE SUBMISSION OF A LIST OF CANDIDATES FOR THE ELECTION OF THE BOARD OF DIRECTORS OF CORPORATIONS BY “OUTGOING” DIRECTORS

Andrea Pontecorvi (Universidade de Palermo)⁵¹

SUMÁRIO: 1. Um sentimento comum. – 2. A eleição de órgão administrativo por votação em lista. – 2.1. Estrutura procedimental do voto em lista segundo o art. 147-ter TUF. – 3. O novo paradigma inaugurado pelo sistema de votação em lista. – 3.1. Limites e problemas do instituto jurídico. – 4. A apresentação da lista pelo órgão administrativo: o debate doutrinário. – 4.1. Resumo dos resultados. – 5. A intervenção do poder legislativo e a introdução do novo art. 147-ter.1 T.U.F. – 5.1. Estrutura e funcionamento da nova disciplina. – 6. A reação da doutrina. – 7. Considerações finais.

RESUMO

O legislador italiano, com a Lei nº 21 de 5 de março de 2024 realizou uma reforma do instituto do voto de lista para a eleição do órgão administrativo com referência à proposta da lista de candidatos pelo próprio conselho de administração cessante. A lei, precedida por um amplo debate sobre a legalidade e os limites dessa possibilidade, foi alvo de muitas críticas na doutrina italiana e, acima de tudo, suscitou

51 Pesquisador (Ricercatore a tempo determinato) no Departamento de Ciências Econômicas, Empresariais e Estatísticas da Universidade de Palermo, Palermo, Itália. Doutor em Direito Comercial pela Scuola Dottorale Internazionale “Tullio Ascarelli”, Università Roma Tre, Roma, Itália.

inúmeros problemas de aplicação. Iniciando com a introdução do tema e uma panorâmica histórico-conceitual disso, a pesquisa aborda esses problemas de aplicação, relatando as interpretações e soluções elaboradas pelos autores que se ocuparam do tema.

A pesquisa visa apresentar ao leitor brasileiro as conotações de um peculiar caso jurídico italiano; colocar-se nessa perspectiva — ou seja, de quem não conhece e não vive esses problemas, porque está envolvido em outros problemas — leva, então, a repensar criticamente certas premissas e conclusões do objeto da presente pesquisa.

ABSTRACT

Under Italian law, the legislator has reformed the list-voting system for electing corporate boards of directors, specifically concerning the incumbent board's ability to propose a slate of candidates. Preceded by extensive debate on the legality and limits of this option, the reform has faced significant criticism from Italian legal scholars and, above all, has raised numerous practical challenges.

The study first introduces the topic and provides a historical and conceptual overview, then examines these practical challenges, presenting the interpretations and solutions proposed by scholars who have addressed the issue. The paper aims to introduce Brazilian readers to the features of this distinctive Italian legal case. Approaching the topic from this perspective—that of readers unfamiliar with these issues, being engaged in others—also prompts a critical reassessment of certain assumptions and conclusions underlying the subject of this study.

Palavras-chave: Lei da República Italiana nº 21 de 5 de março de 2024 - s.p.a. (sociedade por ações) - acionistas minoritários - conselheiro minoritário - eleição de órgão administrativo - votação por meio de listas de candidatos - conselho de administração “cessante”.

Keywords: *Italian Republic Law nº 21 of 3/5/2024 – corporation – minority shareholders – minority director – board's appointment – slate voting – board's slate – incumbent board.*

INTRODUÇÃO

O administrador minoritário, figura comum às experiências jurídicas italiana e brasileira, foi, no primeiro dos dois ordenamentos, o ponto de partida de uma tendência comum aos sistemas econômicos capitalistas, direcionada a promover a diversificação da composição interna do órgão administrativo das s.p.a. (*società per azioni*, i.e. *società anônima*). Esse resultado foi e é alcançado através do sistema de votação por meio de listas de candidatos: sendo uma peculiaridade italiana que, se por um lado, tem o mérito de provocar a mencionada mudança nos paradigmas de governança corporativa das sociedades italianas, apresenta, de outra perspectiva, o defeito de não se adaptar à mudança de paradigma ocorrida na composição acionária das grandes sociedades italianas listadas na bolsa. O advento da “propriedade fluida”, nessas sociedades, contraposta à tradicional propriedade concentrada, gerou várias disfunções no mecanismo do voto de lista, levando, em particular, o conselho de administração cessante — também aqui, em linha com tendências internacionais bem conhecidas — a tomar parte diretamente no processo eleitoral, apresentando a sua própria lista de candidatos. A partir de um episódio ocorrido na assembleia de uma dessas sociedades de “controle fluido”, em que o conselho de administração cessante se fez proponente da lista de administradores a eleger, eclodiu um alvoroço, que levou à intervenção, em um intervalo de tempo muito curto, da Autoridade de Supervisão dos Mercados (Consob), de grande parte da doutrina italiana e, por último, o próprio legislador, que reformou o instituto jurídico com uma lei fortemente contestada.

1. UM SENTIMENTO COMUM

Os sistemas societários (acionários) italiano e brasileiro compartilham muitas características de uma comum história

cultural⁵². A proteção dos acionistas minoritários, especialmente por meio da sua participação no conselho de administração de sociedades listadas, é uma clara evidência disso. Em ambos os sistemas jurídicos, esse é um resultado alcançado diretamente como resultado do que está prescrito na lei⁵³. Como é bem conhecido pelos estudiosos locais, no Brasil isso ocorre por força do art. 141 da Lei das S.A. (Lei nº 6.404/76), por meio do voto múltiplo, em sua variante funcional do voto cumulativo, mas juntamente com a exigência de que, nas sociedades abertas, a aplicação desse sistema de votação implique o direito dos acionistas minoritários (que representem, no mínimo, 15% do capital social) e dos acionistas preferenciais, sem direito a voto ou com voto restrito (que representem, no mínimo, 10% do capital social) de eleger, cada um, pelo menos um membro do órgão. O estudioso brasileiro, por outro lado, pode estar menos familiarizado com o fato de que, na Itália, um resultado semelhante (mas na expressão somente de um administrador por parte das minorias) passa por um método de votação diferente, que tem atraído muita atenção de estudiosos e da legislatura italiana nos últimos anos.

2. A ELEIÇÃO DE ÓRGÃO ADMINISTRATIVO POR VOTAÇÃO EM LISTA

Na Itália, a eleição dos órgãos - de administração e fiscalizador - da s.p.a. é de competência da assembleia geral de acionistas, que

52 Meus pensamentos se voltam facilmente para a obra de T. ASCARELLI. A grandeza, do homem e do jurista, ainda é palpável na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, que tão calorosamente me recebeu no verão de 2023, e à qual agradeço com este escrito.

53 Para uma compreensão do sistema de votação brasileiro, consulte N. EIZIRIK, *A Lei das S/A Comentada*, vol. III, São Paulo, 3ª ed., 2021, pp. 43-50; C.A. DA SILVEIRA LOBO, **O voto múltiplo na eleição do Conselho de Administração das Sociedades Anônimas**, em *Rev. Forense*, v. 279, 1980, pp. 117-119; MODESTO S. B. CARVALHOSA - L.F.M. KUYVEN, **Tratado de Direito Empresarial: Sociedades Anônimas**, São Paulo, 2018, cap. XV.3 (consultado em www.jusbrasil.com.br).

decide por maioria absoluta⁵⁴. O Código Civil não estabelece regras e procedimentos para a eleição, que é deixada à liberdade contratual dos acionistas expressa no contrato social⁵⁵. No entanto, com o passar do tempo, foi estabelecido para empresas com ações cotadas na bolsa de valores o sistema de votação por meio de listas de candidatos, o que dá aos acionistas minoritários o direito de eleger pelo menos um membro.

O instituto foi previsto pela primeira vez na lei de privatização de empresas públicas (artigo 4º do Decreto-Lei nº 332, de 31 de maio de 1994, convertido na Lei nº 474, de 30 de julho de 1994)⁵⁶, e previa que, nas empresas privatizadas em que houvesse um limite para a participação individual no capital acionário, os administradores deveriam ser eleitos por meio de listas de candidatos apresentadas por acionistas e/ou administradores “cessantes”; no final da votação, a lista minoritária que tivesse obtido o maior número de votos tinha o direito de eleger um número de diretores igual a um quinto dos eleitos (sem considerar os administradores indicados pelo acionista público)⁵⁷. A reserva de

54 A referência genérica aos órgãos de administração e de vigilância deve-se ao fato de que, na Itália, as sociedades anônimas podem optar por três modelos diferentes de governança: (i) o modelo tradicional, que contempla o conselho de administração e o conselho fiscal e, na ausência de outra disposição nos estatutos, é o modelo de *default*; (ii) o modelo dualista, de origem alemã, que contempla um conselho de supervisão, encarregado da vigilância e da alta administração, que nomeia um conselho de direção; (iii) o modelo monista, de origem anglo-saxônica, que contempla somente o conselho de administração que nomeia um comitê de vigilância entre seus membros.

55 Os artt. 2.364 e 2.383 do CCiv. se limitam a atribuir o poder de nomeação dos administradores à assembleia de acionistas, e às condições de elegibilidade e mandato dos administradores, deixando assim os acionistas livres para determinar nos estatutos ou, de tempos em tempos, diretamente na assembleia de acionistas, os procedimentos de votação; para obter informações mais detalhadas v. R. SACCHI, **L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a.**, em **Trattato delle società per azioni**, obra coletiva coordenada por G.E. Colombo - G.B. Portale, Turim, 1994, p. 295.

56 Sobre os motivos, as modalidades e os problemas jurídicos levantados pela lei de privatização, confirmam-se as contribuições de P.G. JAEGER, B. LIBONATI e R. COSTI em *Giur. comm.*, 1995, pp. 5ss.; mais amplamente, sobre operações de privatização v. MINISTERO DEL TESORO, DEL BILANCIO E DELLA PROGRAMMAZIONE ECONOMICA, *Libro bianco sulle privatizzazioni*, abril de 2001.

57 F. CHIAPPETTA, **Diritto del governo societario**, Pádua, 2013, p. 159; B. LIBONATI, **La faticosa “accelerazione” delle privatizzazioni**, em *Giur. comm.*, 1995, p. 50. Sobre a arquitetura regulatória geral, também S. ROSSI, **Il voto extrassembleare nelle società**

alguns assentos no conselho de administração para os conselheiros minoritários foi justificada pela estrutura peculiar dessas empresas, de tamanho considerável, destinadas à listagem e concebidas por lei como *public companies* (e as mesmas regras, como o limite de propriedade individual de ações, pressionaram nesse sentido). Portanto, a regra serviu para evitar, por um lado, o *entrenchment* dos diretores e, por outro lado, a aquisição de controle por acionistas minoritários.

Alguns anos mais tarde foi promulgado o *Testo Unico della Finanza* (d.lgs. nº 58 de 24 de fevereiro de 1998, “T.U.F.” para abreviar), que trouxe uma regulamentação orgânica do mercado e da intermediação financeira. Aqui, o sistema de votação em lista foi imposto a todas as empresas listadas, mas exclusivamente para a eleição do conselho fiscal (art. 148), sempre reservando a nomeação de um membro (bem como o Presidente do órgão) para a lista minoritária.

Por fim, na esteira de vários escândalos financeiros, em 2005 foi promulgada a *Legge sulla tutela del risparmio* (Lei de Proteção à Poupança, nº 262, de 28 de dezembro de 2005), que, entre as várias inovações feitas sobre mercados financeiros e empresas listadas, introduziu o art. 147-ter no T.U.F., contendo o dever de também proceder à eleição de administradores por meio de listas de candidatos⁵⁸.

di capitali, Milão, 1997, pp. 140, 156-158; R. D'AMBROSIO, *La borsa e la finanza*, em **Storia della legislazione bancaria finanziaria e assicurativa dall'unità d'Italia al 2011**, obra coletiva coordenada por E. Galanti - R. D'Ambrosio - A.V. Guccione, Collana storia della Banca d'Italia, vol. XI, Veneza, 2012, p. 403.

58 Sobre os eventos que levaram à *Legge sulla tutela del risparmio* e seu conteúdo, E. GALANTI, **Le banche**, em **Storia della legislazione bancaria finanziaria e assicurativa dall'unità d'Italia al 2011**, obra coletiva coordenada por E. Galanti - R. D'Ambrosio - A.V. Guccione, Collana storia della Banca d'Italia, vol. XI, Veneza, 2012, pp. 197-200. Por outro lado, sobre o voto em lista, N. CIOCCA, **Il voto di lista nella società per azioni**, Milão, 2018, dedicou uma monografia extensa e notável ao tema.

2.1 ESTRUTURA PROCEDIMENTAL DO VOTO EM LISTA SEGUNDO O ART. 147-TER TUF

Em detalhes, essa regra prescreve:

- que os estatutos das empresas listadas devem regular a eleição do órgão da administração votando em listas “bloqueadas” de candidatos⁵⁹;
- as listas são apresentadas por acionistas que representam um determinado valor do capital social⁶⁰;
- a assembleia de acionistas convocada para eleger o órgão da administração deve ser convocada com pelo menos quarenta dias de antecedência (art. 125-*bis*, co. 2, T.U.F.) e os acionistas podem enviar listas com vinte e cinco dias de antecedência; a sociedade publica as listas em seu site;
- pelo menos um membro do conselho eleito deve ser expresso pela lista minoritária que obteve o maior número de votos e que não esteja de forma alguma ligada aos acionistas que apresentaram ou votaram na lista que obteve o maior número de votos.

Em última análise, e em consonância com a cuidadosa observação de um Autor, um processo eleitoral livre original é substituído por uma eleição fortemente procedimentalizada, na qual a estrutura da

59 O acionista, portanto, vota em toda a lista, e não nos candidatos individuais, e isso obviamente afeta o objeto da deliberação, que será unitária e não composta de tantas deliberações quantos forem os assentos a serem preenchidos; cf. M. STELLA RICHTER JR., *Art. 147-ter*, em **Le società per azioni**, obra coletiva coordenada por P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. II, Milão, 2016, p. 4.198.

60 A participação mínima no capital necessária para apresentar uma lista é definida pela Consob, por meio de regulamentação, no limite de um quadragésimo do capital acionário. Dentro desse limite, a Consob, no art. 144-*quater* do *Regolamento emittenti* (Resolução nº 11.971 de 14 de maio de 1999, abreviado como “*Reg. Emittenti*”), estabeleceu diferentes limites que variam de acordo com a capitalização do emissor e sua estrutura de propriedade acionária. Para um estudo aprofundado v. M. STELLA RICHTER JR., **Gli adeguamenti degli statuti delle società con azioni quotate dopo il d.lgs. n. 303/2006**, em *Riv. dir. soc.*, 2007, p. 194.

regra intervém imperativamente nos três momentos da proposta da deliberação, de sua votação e da proclamação dos resultados⁶¹.

3. O NOVO PARADIGMA INAUGURADO PELO SISTEMA DE VOTAÇÃO EM LISTA

A regra que impõe a eleição dos administradores por meio da apresentação e votação de listas de candidatos visa alcançar um resultado muito preciso, ou seja, a participação no conselho de um membro eleito por acionistas minoritários. Esse efeito tem repercussões substanciais na estrutura e no funcionamento do conselho de administração: o administrador minoritário, de fato, tem representado um elemento completamente dissonante em relação ao conceito de colegialidade, tal como tradicionalmente entendido em relação ao órgão administrativo; uma dissonância que, desde aquele primeiro momento, evoluiu e se enriqueceu com novos elementos até a afirmação de um novo paradigma na concepção e no entendimento da ação do órgão administrativo.

Para melhor compreender o que foi dito, considere-se que nos primórdios da codificação de 1942 (quando os Códigos Civil e Comercial foram unificados) o fato de que o poder de eleger administradores fosse expressamente atribuído à assembleia de acionistas levou vários autores a negar a legalidade das cláusulas do estatuto que previam sistemas alternativos de votação, como o voto

61 M. STELLA RICHTER JR., **Art. 147-ter**, *cit.*, pp. 4198-4199 aponta como o sistema com listas bloqueadas necessariamente desloca a proposta dos candidatos para um momento anterior e externo à assembleia; a votação, como já visto na nota 9, afeta a unidade do ato jurídico de deliberação e, por fim, a peculiaridade do sistema eleitoral acaba impondo ao presidente da assembleia “*di coordinare il mero dato numerico rinveniente dallo scrutinio dei voti (ricevuti dalle, in ipotesi, varie liste), con la regola elettorale, la quale non è solo quella che dispone come dividere i posti da coprire tra le liste che hanno ricevuto i voti e di come selezionare i singoli nominativi delle varie liste che debbono esprimere eletti, ma anche e soprattutto di stabilire quali liste siano effettivamente “di minoranza” e cioè siano prive di quei collegamenti con chi abbia proposto o votato la lista “di maggioranza” previsti dalla legge*”.

em lista com assentos reservados à minoria⁶². A ideia básica, portanto, era que, ao coincidir a maioria na assembleia de acionistas com o órgão administrativo em sua inteireza por ela nomeado, o sistema regulatório visava garantir a estabilidade da gerência da empresa, que seria prejudicada se fosse forçada a um processo contínuo de mediação entre interesses divergentes no conselho⁶³. Agora, é preciso dizer que outra parte da doutrina contrariava esses argumentos, no sentido da plena legalidade e legitimidade do sistema de votação por listas com assentos reservados para a minoria⁶⁴ e, como vimos, com o passar do tempo, isso se tornou a regra da lei. A abordagem legislativa pode ser explicada pela mudança na função dos órgãos da empresa listada e pela dinâmica operacional relacionada, com a assembleia de acionistas se tornando cada vez mais o lugar e o momento de oposição contra os atos do órgão administrativo, que, por sua vez, é sede de oposição e controle dos atos do *management*⁶⁵.

62 Para obter um resumo das várias posições v. S. ALVARO - G. MOLLO - G. SICILIANO, **Il voto di lista per la rappresentanza di amministratori di minoranza nell'organo di amministrazione delle società quotate**, em Quaderni giuridici Consob, novembro de 2012, p. 10.

63 Em outras palavras, no conselho de administração não foram considerados replicáveis, nem desejáveis, o conflito de interesses que, em vez disso, podem e devem surgir na assembleia de acionistas; cf. S. ALVARO - G. MOLLO - G. SICILIANO, *op. cit.*, p.10 (com extensas referências à doutrina).

64 G. MINERVINI, **Gli amministratori di società per azioni**, Mião, 1956, p. 14; W. BIGIARI, **I commercialisti e la fantasia**, em Riv. dir. civ., 1956, p. 3; G. SCALFI, **Clausole particolari per la nomina degli amministratori di società per azioni** (art. 2368, comma 1, c.c.), em Riv. soc., 1971, p. 46. Mais tarde, uma vez que a regra foi introduzida, F. DENOZZA, **L'amministratore di minoranza e i suoi critici**, em Giur. comm., 2005, pp. 771ss.; G. GUIZZI, **Il voto di lista per la nomina degli amministratori di minoranza nelle società quotate: spunti per una riflessione**, em Cor. giur., 2007, p. 272.

65 Sobre o poder da assembleia de acionistas de se opor aos atos administrativos, v. C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, em **Trattato di diritto civile e commerciale** dirigido por A. Cicu - L. Mengoni - F. Messineo, Milão, 2012, pp. 292-294; B. LIBONATI, **Assemblea e patti parasociali**, em Scritti giuridici, I, Milão, 2013, pp. 340, 351; G. GUIZZI, **Le decisioni dei soci: profili tipologici**, em Riv. dir. comm., 2004, p. 1.009; M. MAUGERI, **Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.**, em Riv. soc., 2013, pp. 341, 352; A. GUACCERO, **L'attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea?**, em Riv. soc., 2016, p. 417.

Sobre o fenômeno da «fuga del management dal consiglio di amministrazione», com diversidade de posições, v. L. ENRIQUES, **Il ruolo dei consigli di amministrazione**

Assim, além do fortalecimento dos direitos dos acionistas (realizado, em particular, na esteira das *Shareholders Rights Directives* ⁶⁶), houve, ao longo do tempo, uma maior procedimentalização das funções do órgão de administração e, acima de tudo, sua composição cada vez mais articulada, de modo que, da distinção original e simples entre administradores executivos e não executivos, chegamos à inserção de mais figuras como, precisamente, do conselheiro minoritário e, a seguir, dos administradores independentes e do “gênero menos representado”⁶⁷ (mas em sociedades que operam em setores de risco sistêmico, especialmente os bancos, os requisitos relativos à composição do órgão administrativo e às qualidades individuais de seus membros são ainda mais rigorosos)⁶⁸. Em geral, pode-se dizer

delle società quotate italiane nell'era della disruptive innovation, em Banca impr. soc, 2017, pp. 15-17; C. MARCHETTI, **Composizione e nomina degli organi sociali: ovvero, le misure dei consigli di gestione e di sorveglianza**, em A.G.E., 2007, p. 306; G. MELO, **Per un ripascimento dell'organo amministrativo delle società quotate**, em A.G.E., 2019, p. 533.

66 Dir. 2007/36/CE de 3 de agosto de 2007 e Dir. 2017/828/UE de 17 de maio de 2017.

67 Em especial, o art. 147-ter, inciso 1-ter, estabelece a regra de equilíbrio de gênero, segundo a qual o gênero menos representado deve ocupar pelo menos 2/5 dos assentos do conselho; enquanto o inciso 4 fixa o número mínimo de conselheiros independentes (1 ou 2 se o conselho for composto por mais de 7 membros); em geral, sobre o processo de estratificação regulatória que levou às regras atuais sobre a composição do órgão (criticando a abordagem pela qual, diante de cada problema de agência, a solução foi buscada na introdução de um componente específico no conselho para compensar o “custo” correspondente) M. STELLA RICHTER JR., **Voto di lista e lista del consiglio: prospettive di riforma**, em Riv. soc., 2022, p. 624; **Il quadro legislativo italiano in materia di nomina ed elezione del consiglio di amministrazione: un modello o un'anomalia?**, em Oss. dir. civ. comm., 2017, pp. 182, 191-194; **Sulla composizione e sulla elezione dell'organo amministrativo di società quotata**, em Riv. dir. comm., 2012, pp. 66-68, 72-74; para um estudo aprofundado sobre a disciplina italiana dos conselheiros independentes v. G. STRAMPELLI, **Sistemi di controllo e indipendenza nelle società per azioni**, Milão, 2013, esp. pp. 80, 190; P. FERRO LUZZI, **Indipendente... da chi; da cosa?**, em Riv. soc., 2008, pp. 204ss.; F. CHIAPPETTA, **Gli amministratori indipendenti e gli amministratori di minoranza**, em Riv. dir. soc., 2009, p. 856.

68 Veja-se o decreto do *Ministero dell'Economia e delle Finanze* N.º 169 do 23 novembro 2020 e as *Disposizioni di vigilanza per le banche*, contidas na Circular n.º 285 da *Banca d'Italia*, de 17 de dezembro de 2013, e atualizadas em 10 de março de 2015, na Parte Um, Título IV, Cap. I, Seção IV, Art. 2.1, alíneas c) e d), cujo conteúdo está, além disso, em clara contradição com a nova disciplina, estabelecida no § 6 infra, e para o problema específico de coordenação nota 48 infra.

Na doutrina, sobre a natureza institucionalista das regras relativas às empresas bancárias, particularmente na composição do conselho de administração e na seleção

que o conselho de administração foi modelado em uma composição que busca a *diversity*⁶⁹.

3.1 LIMITES E PROBLEMAS DO INSTITUTO JURÍDICO

Esse processo teve repercussões imediatas na dimensão colegiada do órgão administrativo, pois, embora a colegialidade continue sendo instrumental com respeito à busca do interesse social, é necessário estabelecer sua orientação, ou seja, como as decisões coletivas devem ser tomadas, e, portanto, se as regras que regem o funcionamento do conselho devem ser entendidas e interpretadas de acordo com uma lógica somente “ponderativa” (ou seja, cooperação dos membros com vistas à melhor decisão possível) ou “compromissória” dos diferentes interesses, sociais e extra-sociais, representados pelas várias figuras que fazem parte do órgão administrativo⁷⁰. Esta última é hoje a

de seus membros A. SACCO GINEVRI, **Nuovi equilibri fra soci e amministratori nelle banche italiane quotate**, em *Liber Amicorum Guido Alpa*, obra coletiva coordenada por F. Capriglione, Milão, 2019, pp. 282, 286, 291-294.

69 A circunstância é imediatamente evidente na última minuta do *Codice di Corporate Governance per le Società Quotate* de 2020, em que a referência aos objetivos de desenvolvimento sustentável e criação de valor a longo termo está vinculada à recomendação sobre a adoção de critérios de diversidade na composição do órgão de administração (art. 2, princípio nº VII, e recomendação nº 8) e, da mesma forma, no anterior *Codice di autodisciplina di Borsa Italiana* de 2018 (nos princípios 2.P.4 e 8.P.2). Na doutrina cf. F. GHEZZI - M. EREDE, **La composizione del consiglio di amministrazione nelle società quotate**, em *Regole del mercato e mercato delle regole. Il diritto societario e il ruolo del legislatore*, editado por G. Carcano - C. Mosca - M. Ventrone, Milão, 2016, pp. 381ss.; P. MONTALENTI, em AA.VV., **La presentazione della lista del c.d.a. da parte del consiglio uscente**, em *Giur. comm.*, 2022, p. 1.105.

70 Na teoria da administração, as funções do colégio são tradicionalmente identificadas na ponderação da melhor decisão em módulos colegiados que atendem a interesses externos, como o conselho de administração, ou na composição dos diversos interesses em módulos que atendem a interesses internos, como a assembleia de acionistas; v. S. VALENTINI, **La collegialità nella teoria dell'organizzazione**, Milão, 1968. Em consonância com isso, consideram o conselho de administração limitado ao desempenho de uma função ponderativa P. ABBADESSA, **La gestione dell'impresa nella società per azioni. Profili organizzativi**, Milão, 1975, pp. 100-108; V. ALLEGRI, **Contributo allo studio della responsabilità civile degli amministratori**, Milão, 1979, pp. 198-204; F. BONELLI, **Gli amministratori di società per azioni**, *cit.*, p. 25; diferentemente, no sentido de uma função de mediação ou representação dos vários

reconstrução mais amplamente aceita, portanto, um parâmetro novo e diferente na avaliação da legalidade da ação do órgão administrativo⁷¹.

Essa breve digressão nos permite entender o contexto no qual a disciplina do voto em lista está inserida, mas também, e de uma perspectiva inversa, como foi o próprio instituto que desencadeou essa mudança de paradigma, conformando assim o contexto de referência de acordo com uma ordem precisa de efeitos.

A busca desses efeitos (que podem ser resumidos como um maior pluralismo dentro do órgão de administração) é alcançada por meio de uma disciplina imperativa e rígida, que em sua real extensão, no entanto, também gera consequências que nem sempre são positivas. A realidade das sociedades listadas, pelo menos nos últimos quinze anos, revela, de fato, um desvio significativo entre o esquema abstrato e a realidade factual; assim, seguindo o ensinamento de um grande Autor, *“se il quadro del fenomeno storico nella sua purezza concettuale non può mai essere rintracciato empiricamente nella realtà, occorre tuttavia constatare in ogni singolo caso la maggiore o minore distanza della realtà stessa dall’ipotesi, per verificarne il contenuto e i limiti di rispondenza”*⁷². Nessa perspectiva, é preciso considerar que o voto em lista foi concebido tendo em vista a realidade das empresas

interesses inerentes à empresa social v. N. SALANITRO, **L’invalidità delle delibere del consiglio di amministrazione di società per azioni**, Milão, 1965, pp. 67, 177; L. CALVOSA, **Sui poteri individuali degli amministratori di società per azioni, em Amministrazione e controllo nel diritto delle società**. Liber amicorum Antonio Piras, obra coletiva coordenada por A. Vicari – C. Angelici, Turim, 2010, p. 369; V. PINTO, **Funzione amministrativa e diritti degli azionisti**, Turim, 2008, pp. 103-104; e para uma posição resumida eficaz e crítica das diferentes perspectivas v. M. STELLA RICHTER JR., **La collegialità del consiglio di amministrazione tra ponderazione dell’interesse sociale e composizione degli interessi sociali, em Amministrazione e amministratori di società per azioni**, editado por B. Libonati, Milão, 1995, pp. 289-300.

71 M. STELLA RICHTER JR., **Profili attuali dell’amministrazione delle società quotate**, em *Giur. comm.*, 2021, pp. 423-424; *La collegialità del consiglio di amministrazione tra ponderazione dell’interesse sociale e composizione degli interessi sociali*, *cit.*, pp. 311-312; *Appunti sulla evoluzione della disciplina dell’amministrazione delle società quotate e sulle prospettive di riforma*, em *Riv. dir. comm.*, 2015, p. 50; G. MEO, **L’amministrazione delle società quotate, em Il Testo Unico finanziario**, obra coletiva coordenada por M. Cera – G. Presti, Turim, 2020, pp. 1.815, 1.862.

72 S. PESCATORE, **Attività e comunione nelle strutture societarie**, Milão, 1974, p. 5.

cotadas em bolsa com propriedade altamente concentrada, às quais contrapunha-se um acionista de mercado, o “*retail*”. Hoje, embora não existam realmente *public companies* na Itália, não se pode deixar de observar uma evolução, especialmente nas empresas com maior (preponderante) capitalização, para um “controle fluido”, ou seja, onde os sócios acionistas estratégicos - sozinhos ou em conjunto com outros - não são capazes de predeterminar o resultado das decisões da assembleia de acionistas⁷³. Por outro lado, os acionistas minoritários também mudaram sua fisionomia ao longo do tempo, com uma parcela predominante de investidores institucionais (especialmente estrangeiros), passivos na gestão de seus investimentos⁷⁴. Essa mudança no quadro de referência do voto em lista influenciou diretamente os efeitos da regra, e isso é bem compreendido ao se prestar atenção a dois eventos.

O primeiro é o da inversão entre maioria e minoria, no sentido de que, em algumas disputas eleitorais, a lista apresentada pelos acionistas minoritários (uma lista “curta”, porque foi projetada para expressar apenas um componente) foi a vencedora, enquanto a lista do acionista majoritário (uma lista “longa”, ou seja, incluindo todos os componentes menos um) ficou em segundo lugar. O caso, que cria uma distorção óbvia no sistema, já que a lista mais votada (ou seja, a majoritária) acaba sendo a lista minoritária, destaca claramente a estrutura alterada na propriedade da empresa, com “*le maggioranze che diventano minoranze*” e “*le minoranze che non vogliono o non possono crescere*”⁷⁵. E é aí que reside o ponto: em uma estrutura de propriedade fluida, os investidores minoritários não têm incentivo para participar ativamente do processo eleitoral, tanto por causa da conhecida lógica

73 S. CACCHI PESSANI, **Il voto di lista per la nomina degli amministratori nelle società a controllo “fluido”: prassi, problemi e prospettive**, em *Riv. soc.*, 2021, pp. 706, 714-715.

74 M. STELLA RICHTER JR., em AA. VV., **Il voto di lista. Un istituto ancora attuale?**, editado por A. Perrone e G. Strampelli, em *Riv. O.D.C.*, 2022, p. 646; **Il quadro legislativo italiano in materia di nomina ed elezione del consiglio di amministrazione**, cit., pp. 184-185.

75 M. STELLA RICHTER JR., **Il quadro legislativo italiano in materia di nomina ed elezione del consiglio di amministrazione**, cit., p. 185.

subjacente à “apatia racional do investidor” quanto, em particular, por causa dos custos de transação significativos aos quais estão sujeitos diante de um determinado arranjo das regras⁷⁶. É sobre essas bases, então, que o segundo evento é enxertado, na resposta a essas ineficiências (acima de tudo, o fato de os acionistas apresentarem apenas listas curtas, como tal inadequadas para formar o conselho) por meio do adiamento para o órgão administrativo da apresentação de sua própria lista de candidatos para a renovação do mesmo órgão.

4. A APRESENTAÇÃO DA LISTA PELO ÓRGÃO ADMINISTRATIVO: O DEBATE DOUTRINÁRIO

A apresentação de uma lista de candidatos pelo conselho de administração “cessante” é uma prática bastante difundida no cenário internacional e tem sido recorrente na Itália há vários anos⁷⁷. Um episódio de conflito, ou melhor, de contestação da lista do conselho por parte de um acionista relevante de uma grande empresa italiana, no entanto, desencadeou um debate considerável em doutrina; um

76 Sobre os desincentivos dos acionistas minoritários para propor resoluções na assembleia de acionistas v. L.A. BEBCHUK, **The case for increasing shareholder power**, em *Harv. L. Rev.*, 2005, p. 876 e, mais especificamente, sobre o fato que os desincentivos são causados não por regras individuais, mas pela soma delas v. B.S. BLACK, *Shareholder Passivity Reexamined*, em *Mich. L. Rev.*, 1990, p. 527. Sobre as razões que, na Itália, limitam concretamente os investidores institucionais na apresentação de listas longas, identificamos, em particular: i) o risco de integrar uma situação de controle conjunto relevante para a obrigação de fazer uma OPA nos termos dos arts. 101-bis e 106 T.U.F, porque o art. 44-ter Reg. Emittenti prevê uma presunção absoluta de controle conjunto no caso de coordenação de vários acionistas - conjuntamente acima do limite de controle - com vistas à apresentação de uma lista longa; ii) a existência de proibições ou práticas regulatórias que impeçam fundos mútuos abertos de assumir o controle das empresas nas quais investem. Sobre ambos os pontos v. S. CACCHI PESSANI, **Il voto di lista per la nomina degli amministratori nelle società a controllo “fluida”**, *cit.*, pp. 707, 717-719.

77 M. BELCREDI - S. BOZZI - C. DI NOIA, **Board elections and shareholder activism: the Italian experiment**, em **Boards and shareholders in European listed companies**, obra coletiva coordenada por M. Belcredi - G. Ferrarini, Cambridge, 2013, pp. 250ss.; M. BIANCHI, **Commento al DDL “Modifiche al decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58, in materia di presentazione di liste di candidati da parte dei consigli di amministrazione uscenti delle società quotate”**, em *Riv. soc.*, 2022, p. 556; M. BELCREDI, **La lista del cda uscente in prospettiva internazionale**, *ibid.*, p. 565.

debate que foi acentuado por uma consulta sobre o ponto promovida pela autoridade de supervisão do mercado (Consob) e por um projeto de lei parlamentar, que não teve um resultado positivo, mas contribuiu para ampliar a discussão⁷⁸.

Há uma considerável diversidade de pontos de vista sobre o tema entre os autores. Embora o art. 147-ter T.U.F. pareça excluir o poder dos administradores de apresentar uma lista, porque a disposição menciona apenas a proposta dos acionistas, a unanimidade dos intérpretes, no entanto, considera o órgão administrativo legitimado a apresentá-la⁷⁹. A partir dessa base comum, então, as posições se diversificam, na medida em que, para alguns, a legitimidade seria plena e decorreria do poder-dever mais geral do órgão administrativo de apresentar propostas à assembleia de acionistas, enquanto para outros a legitimidade seria apenas residual, ou seja, um poder-dever de intervir na eleição somente na hipótese de os acionistas não apresentarem listas de candidatos capazes de preencher todos os cargos a serem eleitos⁸⁰. Outra divisão insiste em saber se tal

78 O caso citado é o que diz respeito à assembleia de acionistas da Assicurazioni Generali s.p.a. em abril de 2022 (parcialmente reconstruído por M. BELCREDI, **I rivolgimenti triestini e il rischio della lista del Cda**, em *ilsole24ore.it*, 30 de setembro de 2021; P. MARCHETTI, **Note e documenti sulla “lista del Consiglio” e il caso Assicurazioni Generali**, em *Riv. soc.*, 2022, pp. 507ss., 523ss.).

A consulta promovida pela Consob pode ser encontrada em seu *Richiamo di attenzione* No. 1/22 de 21 de janeiro de 2022.

Por fim, o projeto de lei acima mencionado (nº 2433), intitulado “*Modifiche al decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58, in materia di presentazione di liste di candidati da parte dei consigli di amministrazione uscenti delle società quotate*”, foi apresentado durante a 18ª legislatura (para uma reconstrução do mesmo v. M. LIVA, *La lista del cda è una buona idea?*, em *lavoce.info*, 12 de fevereiro de 2022) e foi debatido em uma audiência na Câmara dos Deputados por vários expoentes da doutrina jurídica italiana, todos - com argumentos diferentes - contrários ao conteúdo do projeto de lei (os discursos podem ser encontrados em *Riv. soc.*, 2022, pp. 549ss.).

79 Uma interpretação formal e literal da regra confinaria o poder de propor candidatos apenas aos acionistas, embora se considere mais correto interpretar a regra de acordo com um cânone substantivo e sistemático, cf. M. VENTORUZZO, **Note sulla lista del consiglio uscente per l'elezione degli amministratori nelle società quotate**, em *Riv. soc.*, 2020, p. 1.411; S. FORTUNATO, em *AA.VV.*, **La presentazione di una lista del c.d.a. da parte del consiglio uscente**, em *Giur. comm.*, 2022, p. 1.096.

80 No sentido de plena legitimidade, observou-se que a apresentação de uma lista pelo conselho “cessante” “*è il frutto di una decisione organizzativa che gli amministratori possono assumere solo qualora ritengano, nell'adempimento dei doveri di diligenza professionali inerenti*

legitimidade exige sempre uma cláusula específica no estatuto social autorizando o órgão administrativo nesse sentido, ou se, mesmo na ausência de disposição expressa, a legitimidade é inerente aos poderes do órgão⁸¹. Por fim, para complicar o quadro, deve-se observar que os precedentes jurisprudenciais sobre esse ponto, embora não sejam perfeitamente pertinentes, são negativos em relação à legitimidade do fenômeno em questão⁸².

al proprio ufficio, che la lista consiliare sia lo strumento per realizzare al meglio l'interesse sociale”, assim M. Maugeri, **Sulla lista consiliare “di minoranza”**, em Riv. soc., 2022, p. 589 (mas veja-se também p. 587); além disso, dada a regra que confia ao órgão administrativo a tarefa de fornecer à empresa “assetti organizzativi adeguati” (arts. 2.086 e 2.381, c/c 3 e 5, Cciv.), autoavaliando assim a composição ideal do futuro conselho (supra notas 18 e 19), o cumprimento da proposta seria o resultado v. A. Perrone – P.M. Sanfilippo, **La lista presentata dal consiglio di amministrazione nelle società a proprietà concentrata**, em Riv. dir. banc., 2022, p. 7; para considerações semelhantes com relação à função e ao poder-dever v. M. Ventoruzzo, **Intervento**, em Riv. soc., 2022, p. 628; M. Stella Richter Jr., **Voto di lista e lista del consiglio: prospettive di riforma**, cit., p. 625; P. Marchetti, **Note e documenti sulla “lista del Consiglio” e il caso Assicurazioni Generali**, cit., pp. 513-514.

De outra perspectiva, eles consideram que os administradores teriam apenas uma função de substituição, podendo agir somente quando nenhum dos acionistas desejasse apresentar uma lista “longa” cf. R. SACCHI, *Una proposta in tema di lista del c.d.a.*, em Riv. soc., 2022, p. 605; G. SCOGNAMIGLIO, **L'elezione dell'organo amministrativo sulla base di liste degli amministratori uscenti: brevi note su un recente disegno di legge**, ibid., pp. 616-617; G. BALLERINI, **La lista del consiglio di amministrazione**, em Riv. dir. civ., 2022, pp. 746, 763, 768.

Por fim, a única voz isolada no sentido da falta de legitimidade dos administradores “cessantes” para apresentar sua própria lista é G. MOLLO, **La clausola statutaria che consente al c.d.a di presentare una propria lista per il suo stesso rinnovo è legittima?**, em Giur. comm., 2022, p. 528.

81 Argumentam sobre a necessidade de uma cláusula que autorize a ação do conselho A. NUZZO, **Osservazioni**, em Riv. soc., 2022, p. 598; M. MAUGERI, **Sulla lista consiliare “di minoranza”**, cit., p. 587, nota 2; N. CIOCCA, **Il voto di lista nella società per azioni**, cit., pp. 403-405; A. PERRONE – P.M. SANFILIPPO, **La lista presentata dal consiglio di amministrazione nelle società a proprietà concentrata**, cit., p. 16 nota 18; G. BALLERINI, **La lista del consiglio di amministrazione**, cit., p. 752. Ao contrário, consideram que a iniciativa dos administradores é sempre justificada pelos poderes diretamente atribuídos a eles pela lei P. MARCHETTI, **Note e documenti sulla “lista del Consiglio” e il caso Assicurazioni Generali**, cit., pp. 511-512; G. SCOGNAMIGLIO, **L'elezione dell'organo amministrativo sulla base di liste degli amministratori uscenti**, cit., pp. 612-613; M. VENTORUZZO, **Note sulla lista del consiglio uscente per l'elezione degli amministratori nelle società quotate**, cit., p. 1.408; M. IRRERA, em AA. VV., **Il voto di lista. Un istituto ancora attuale?**, editado por A. Perrone e G. Strampelli, em Riv. O.D.C., 2022, p. 655.

82 Cass. 13 de setembro de 2007, n. 19.160, em Giur. comm., 2009, p. 60, considerou ilegítimo o direito atribuído pelo estatuto aos administradores de apresentar sua própria lista de candidatos para a eleição do conselho fiscal (sempre nomeados pelos acionistas), pois isso implicaria uma violação do direito de nomear pelo menos um membro conferido

aos acionistas minoritários (o precedente está, no entanto, desatualizado em relação ao estado da lei, pois se refere a uma versão anterior do art. 148 T.U.F. que não mencionava a proibição de ligação). De qualquer forma, o cerne da decisão está no sentido da não interferência dos administradores. Para um comentário sobre o caso v. M.P. FIORUZZI - F. LIONE, **Il problema delle clausole statutarie di società quotate che attribuiscono al consiglio di amministrazione il potere di presentare una lista per la nomina di amministratori o sindaci**, em Riv. dir. soc., 2007, p. 91.

Ainda antes, deve-se observar uma outra tendência de jurisprudência mais pertinente ao assunto aqui examinado, que partiu do art. 2.386, inciso 1, CCiv que, no caso de vacância ou impedimento dos administradores, permite que os demais nomeiem substitutos (cooptação) com eficácia provisória até a próxima assembleia geral de acionistas devidamente instalada. A regra desencadeou um debate sobre até que ponto o princípio da competência exclusiva da assembleia de acionistas sobre a nomeação dos administradores não era obrigatório, uma vez que, em vários precedentes jurisprudenciais (Cass., 17 de abril de 1990, nº 3.181, em Foro it., 1991, p. 1.533; Trib. Monza, 29 de janeiro de 1981, em Giur. comm., II, 1983, p. 121; Trib. Catânia, 23 de julho de 1965, em Dir. fall, 1965, p. 940), foi negada a legitimidade de cláusulas do estatuto social que, por ocasião da renovação dos órgãos sociais, reservavam determinados assentos no conselho de administração para a escolha do mesmo conselho, delegando, assim, ao conselho de administração recém-nomeado a competência para se suplementar, elegendo os membros faltantes. No entanto, segundo os autores favoráveis a essa expressão de autonomia privada, a cooptação dos administradores delegaria tacitamente a eles o poder de nomeação da assembleia de acionistas, de modo que, se essa delegação de poder fosse expressa, não haveria problema em admitir um sistema de cooptação original; v. E. VALSECCHI, **Nomina di amministratori per cooptazione**, em Riv. soc., 1959, p. 474; A. GIULIANI, **Società commerciali – Questioni ed opinioni**, em Riv. not., 1951, p. 547; A. SCIALOJA, **Rassegna critica della giurisprudenza onoraria in materia di società per azioni** (Giurisprudenza del 1911 – 1912 – 1913 – 1914), em Saggi di vario diritto, II, Roma, 1928, p. 159; reflexões mais aprofundadas sobre esse ponto foram feitas por G. GUIZZI, **Nomina degli amministratori e cooptazione, em Amministrazione e amministratori di società per azioni**, editado por B. Libonati, Milão, 1995, pp. 51–55, 68–72.

Contra essa proposta interpretativa, outra parte substancial da doutrina argumentou que a nomeação de diretores por cooptação, nos termos do art. 2.386, inciso 1, CCiv, seria uma regra de valor excepcional; v. G. FRÈ, **L'organo amministrativo nelle società anonime**, Roma, 1938, pp. 92–93; P.G. JAEGER, **Nomina degli amministratori: norme inderogabili, regole «general» e autonomia delle società**, em Giur. comm., 1986, p. 879; F. CHIOMENTI, **Note minime in tema di nomine di amministratori di s.p.a. per cooptazione**, em Riv. dir. comm., 1991, p. 317; G. SPATAZZA, **Consiglio di amministrazione incompleto e sostituzione degli amministratori mancanti**, em Riv. soc., 1967, pp. 1.269–1.271.

De acordo com essa última doutrina, os acionistas nunca poderiam ser impedidos de escolher livremente quem deveria assumir as funções de gestão, e esse princípio foi bem ilustrado em várias decisões jurisprudenciais nas quais, com relação a assembleias de acionistas nas quais os diretores foram nomeados por meio de listas de candidatos em cédulas pré-impressas, e nas quais os diretores propuseram seus próprios candidatos, decidiu-se que ambos os eventos não constituíam uma violação do direito de nomeação dos acionistas, desde que os acionistas tivessem tido a oportunidade de se afastar da proposta e propor e votar em outros nomes (Trib. Sulmona, 14 de maio de 1994, em Riv. dir. comm., II, 1994, p. 395; App. L'Aquila, 24 de agosto de 1998, em Giur. it., 1999, p. 1.252 anularam a deliberação de nomeação conduzida por meio de cédulas pré-impressas porque os acionistas não haviam sido informados da possibilidade de excluir os nomes indicados pelos conselheiros nas cédulas e propor seus próprios nomes; no mesmo sentido, consideraram que a votação por meio de cédulas pré-impressas, nas quais os

4.1 RESUMO DOS RESULTADOS

Esse emaranhado de vozes discordantes é explicado pelos dois perfis de relevância do fenômeno, ou seja, os efeitos positivos que ele é capaz de gerar no sistema e, ao mesmo tempo, os perigos e as distorções que pode causar. Quanto aos primeiros, foram destacados a continuidade na ação do conselho, o conhecimento da empresa, o aumento das opções em favor dos acionistas e a maior transparência e responsabilidade (pelo menos do ponto de vista da reputação) na escolha dos candidatos, o que deve resultar em uma garantia na seleção das qualidades dos perfis escolhidos⁸³. Os perigos, por outro lado, estão ligados aos casos bem conhecidos de *entrenchment*, autoperpetuação e autorreferencialidade dos administradores, e à vantagem estrutural que eles têm sobre os acionistas na disputa eleitoral, considerando também os obstáculos impostos a estes últimos pelas regras de controle conjunto em ofertas públicas de aquisição obrigatórias⁸⁴. Dentre esses riscos gerados pela ingerência dos administradores

conselheiros indicavam os nomes, era admissível, mas com a opção de os acionistas se afastarem dela e aderirem a quaisquer outras propostas: App. Bolonha, 4 de abril de 1992, em *Giur. comm.*, II, 1993, p. 621; Cass., 11 de julho de 1995, nº 7.576, em *Studium juris*, 1996, p. 107; 29 de novembro de 2000, nº 15.302, em *Soc.*, 2001, p. 300; Trib. Bari, 20 de dezembro de 1988, em *Giur. comm.*, II, 1989, p. 741).

83 A. NUZZO, *Osservazioni*, cit., p. 596; N. CIOCCA, em AA. VV., **Il voto di lista. Un istituto ancora attuale?**, editado por A. Perrone e G. Strampelli, em *Riv. O.D.C.*, 2022, pp. 648-649; M. VENTORUZZO, *ibid.*, p. 650; **Intervento**, cit., pp. 628-629; **Note sulla lista del consiglio uscente per l'elezione degli amministratori nelle società quotate**, cit., p. 1.407; M. STELLA RICHTER JR., **Voto di lista e lista del consiglio**, cit., p. 625; G. SCOGNAMIGLIO, **L'elezione dell'organo amministrativo sulla base di liste degli amministratori uscenti**, cit., p. 614.

84 Como é bem conhecido, o tema foi seriamente investigado na doutrina norte-americana, em conexão com as proxy fights v. M.A. EISENBERG, **The Structure of Corporation Law**, em *Columb. L. Rev.*, 1989, pp. 1.472-1.473; **Access to the Corporate Proxy Machinery**, em *Harv. L. Rev.*, 1970, pp. 1.494-1.496, 1.504 e, de modo mais geral, à misallocation de recursos da sociedade por meio de escolhas corporativas feitas por managers que não são mais adequadamente competentes, uma vez que se auto perpetuam no comando da corporação, independentemente das necessidades concretas da própria corporação v. A. SHLEIFER- R.W. VISHNY, **A Survey of Corporate Governance**, em *Journal of fin.*, 1997, p. 743, M.C. JENSEN - R.S. RUBACK, **The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence**, em *Journal fin. econ.*, 1983, pp. 50-51, que incisivamente apontam que “poor managers who resist being replaced might be the costliest manifestation of the agency problem”.

na renovação de seu órgão, há um, em especial, que deve ser cuidadosamente considerado, qual seja, a possível ligação entre a lista do órgão administrativo e a lista do acionista majoritário. Como visto, a reserva de assento para a minoria passa pela proibição de ligação entre a lista da minoria e a do acionista majoritário. A apresentação da lista do conselho de administração suscitou, então, a questão de saber se ela deveria ser sempre considerada ligada ao acionista majoritário e, portanto, se ficasse em segundo lugar em termos de número de votos, automaticamente excluída da alocação do assento da minoria. Se em empresas com propriedade concentrada, nessas hipóteses, a conexão parece inevitável, em empresas com uma estrutura acionária fracionada, o resultado poderia ser injusto, pois aqui seria possível avaliar concretamente, de acordo com os parâmetros regulatórios estabelecidos pela Consob, se há ou não uma ligação de fato⁸⁵.

Na doutrina italiana v. S. CACCHI PESSANI, **Il voto di lista per la nomina degli amministratori nelle società a controllo “fluida”**, cit., pp. 708, 716-718, 730-733; M. IRRERA, cit., p. 647; **Presentazione di liste di candidati da parte dei consigli di amministrazione uscenti delle società quotate** (A.S. 2433), em Riv. soc., 2022, pp. 574, 579; M. BIANCHI, **Commento al DDL “Modifiche al decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58, in materia di presentazione di liste di candidati da parte dei consigli di amministrazione uscenti delle società quotate”**, cit., p. 557; R. SACCHI, **Una proposta in tema di lista del c.d.a.**, cit., p. 603; M. VENTORUZZO, **Intervento**, cit., pp. 629-630.

85 A proibição de ligação entre a lista que ficou em primeira posição por número de votos e a lista que ficou em segunda por número de votos está estabelecida no art. 147-ter, inciso 2, T.U.F., melhor especificado no art. 144-sexies Reg. emittenti e analiticamente articulado na Comunicação Consob DEM/9017893 de 26 de fevereiro de 2009. Em suma, ao apresentar a lista, todos aqueles que não podem ser considerados acionistas majoritários ou, em qualquer caso, no controle da empresa, devem atestar a ausência de qualquer relação de conexão com os primeiros, exemplificada nas fontes acima mencionadas em várias hipóteses, todas elas remontáveis à existência de um co-interesse que prenuncia o exercício de influência em pelo menos um dos dois lados da relação jurídica. Embora para alguns autores o conselho de administração, como não acionista e não subjetivado (como órgão colegiado), estaria exonerado dessa disciplina (cf. M. VENTORUZZO, **Note sulla lista del consiglio uscente per l’elezione degli amministratori nelle società quotate**, cit., pp. 1.413-1.415), a preferência é pela solução que encontra, em qualquer caso, a ligação da lista do conselho, com a consequência de que, em empresas com propriedade concentrada, sempre haverá uma presunção absoluta e insuperável de ligação (e, nesse caso, a influência passa do poder/ameaça de revogação que o acionista majoritário pode exercer a qualquer momento em relação a qualquer conselheiro dissidente). De outra forma, em empresas com propriedade fracionada, a presunção deve ser entendida apenas relativamente e, portanto, superável, porque as relações de ligação estabelecidas pela Consob podem

Por fim, além das principais questões aplicativas brevemente expostas, a questão da apresentação de uma lista de candidatos pelo conselho de administração “cessante” também foi analisada em sua dinâmica procedimental, particularmente no âmbito do “*Richiamo di attenzione*” da Consob acima mencionado, na qual vários autores apresentaram algumas propostas para aumentar as garantias ou, em todo caso, limitar os possíveis desvios oportunistas do instituto, no que diz respeito aos procedimentos de tomada de decisão por meio dos quais o órgão administrativo apresenta sua lista⁸⁶.

não existir de fato, e também porque, se isso fosse operar independentemente de qualquer avaliação, a consequência negativa seria que o representante escolhido pela minoria seria excluído em favor de um candidato menos representativo. Para conclusões semelhantes v. M. MAUGERI, *Sulla lista consiliare “di minoranza”*, cit., p. 591; N. CIOCCA, **Il voto di lista nella società per azioni**, cit., pp. 407, 437; M. STELLA RICHTER JR., **Voto di lista per l’elezione delle cariche sociali e legittimazione dell’organo amministrativo alla presentazione di candidati**, em Riv. dir. soc., 2007, p. 44; Art. 147-ter, cit., p. 4.197; enquanto exclui a legitimidade da presunção absoluta de ligação v. P. MARCHETTI, **Note e documenti sulla “lista del Consiglio” e il caso Assicurazioni Generali**, cit., p. 584; A. PERRONE – P.M. SANFILIPPO, **La lista presentata dal consiglio di amministrazione nelle società a proprietà concentrata**, cit., p. 656.

86 A importância de que o processo de seleção de candidatos ocorra de forma transparente e documental, com atas e justificativas da decisão foi apontada, cf. P. MARCHETTI, **Note e documenti sulla “lista del Consiglio” e il caso Assicurazioni Generali**, cit., pp. 518-519; G. SCOGNAMIGLIO, **L’elezione dell’organo amministrativo sulla base di liste degli amministratori uscenti**, cit., p. 615 nota 10; alternativamente, chamou-se a atenção para a conveniência de um engagement prévio com os acionistas e, em todo caso, que o processo de seleção deveria passar por um comitê de nomeação e governança corporativa, composto por conselheiros independentes, para verificar a ausência de qualquer relação de ligação, v. A. PERRONE – P.M. SANFILIPPO, **La lista presentata dal consiglio di amministrazione nelle società a proprietà concentrata**, cit., pp. 11-13, 16. Por fim, foi proposto aumentar o quórum para a tomada de decisão de uma maioria simples para uma maioria qualificada, v. M. IRRERA, cit., p. 649. Em geral, uma análise das práticas seguidas pelas sociedades nas quais o conselho de administração apresentou sua própria lista de candidatos mostrou que todos ou a maioria desses arranjos foram, de qualquer forma, adotados voluntariamente, cf. M. BELCREDI, **La lista del cda uscente in prospettiva internazionale**, *ivi*, pp. 562-566. Para um resumo de todas as propostas procedimentais, com uma discussão aprofundada e considerável dos vários problemas v. F. VELLA, em AA.VV., **La presentazione di una lista del c.d.a. da parte del consiglio uscente**, em Giur. comm., 2022, pp. 1.112-1.118.

5. A INTERVENÇÃO DO PODER LEGISLATIVO E A INTRODUÇÃO DO NOVO ART. 147-TER1 T.U.F.

O intenso debate doutrinário em torno da lista do conselho de administração evidenciou a necessidade de uma reforma do instituto. Como vimos, à medida que muda a realidade sócio-normativa em que se insere o voto em lista (da típica sociedade com propriedade concentrada para a sociedade de “controle fluido”), mudam as funções para as quais ele é preordenado, gerando, assim, diversos problemas que não podem ser imediatamente resolvidos com base na norma jurídica⁸⁷.

Agora, esse capítulo da lei sobre empresas listadas não é o único afetado por profundas reflexões e aspirações de reforma, já que a Itália, nos últimos anos, vem passando por um processo de modernização e simplificação das regras de seu mercado de capitais, de modo a aumentar sua competitividade e enfrentar a concorrência regulatória de outras legislações europeias para as quais houve uma migração significativa de empresas italianas nos últimos anos⁸⁸. Até o momento, esse processo se manifestou na Lei nº 21 de 5 de março

87 S. Cacchi Pessani, **Il voto di lista per la nomina degli amministratori nelle società a controllo “fluido”**, cit., pp. 740-741, 758; M. Maugeri, **Sulla lista consiliare “di minoranza”**, cit., p. 593; P. Marchetti, **Note e documenti sulla “lista del Consiglio” e il caso Assicurazioni Generali**, cit., p. 582.

88 Sobre o fenômeno da transferência da sede social para a Holanda por empresas italianas listadas (possível sob o princípio europeu da liberdade de estabelecimento), v. Centro Studi Guido Rossi, **Amsterdam Drive? La mobilità societaria verso i Paesi Bassi: l'attrattività, gli esiti, i problemi**, Milão, 2025; mas também E. Barcellona, **Le migrazioni olandesi di grandi gruppi italiani: libertà di stabilimento e diritto societario imperativo**, em Riv. soc., 2024, pp. 646-647; G. Ballerini, **Legge capitali e “regulatory competition” (con particolare riferimento all'ordinamento olandese)**, em **Nuove leggi civ.**, 4, 2024, pp. 961ss.; sobre as razões da atratividade do sistema holandês v. H. De Wulf, **An Introduction to and Evaluation of the 2019 Belgian Companies Act - Preparing for the Previous War?**, em **Financial Law Institute. Série de documentos de trabalho. Universiteit Gent**, novembro de 2023.

Para obter uma visão geral das problemas do mercado de capitais italiano e das propostas de reforma realizadas (e a serem realizadas), cf. Ministero dell'Economia e delle Finanze, **Libro verde sulla competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita**; Assonime, **Proposte per una riforma organica del TUF, Position paper n. 4/2024**.

de 2024 (“*Legge Capitali*”), enquanto um trabalho mais extenso sobre a reforma orgânica do T.U.F. está em andamento⁸⁹.

Embora a *Legge Capitali*, em seu projeto original aprovado pelo Ministério da Economia, não contivesse qualquer menção à questão do voto em lista, no decorrer dos trabalhos parlamentares foi introduzida uma proposta para regular a lista do conselho que, quando aprovada, levou à introdução do art. 147-ter.1 T.U.F. O acontecimento foi criticado de muitos lados porque, não apenas, como será visto, a estrutura “*allucinata*” da regra está completamente desalinhada com a lei de “simplificação” na qual está inserida⁹⁰.

5.1 ESTRUTURA E FUNCIONAMENTO DA NOVA DISCIPLINA

Deixando de lado por um momento as críticas da doutrina, é oportuno esclarecer os objetivos declarados da intervenção legislativa, para que o leitor tenha acesso às duas versões da história e possa apreciá-la sem preconceitos. Nas intenções do legislador, a reforma foi concebida para enfrentar disfunções estruturais do voto em lista em sociedades caracterizadas por “controle fluido”, nas quais a reduzida participação acionária ativa e a recorrente apresentação de listas curtas pelas minorias geravam conselhos incompletos e processos eleitorais ineficientes. O legislador buscou, assim, reforçar a continuidade da administração, ampliar o espaço decisório dos acionistas e criar um procedimento mais previsível, transparente e capaz de garantir a efetiva formação do órgão administrativo.

Desta perspectiva, é necessário examinar o conteúdo da nova regra:

89 Sobre o conteúdo da Lei de Capitais e a reforma do T.U.F. cf. P. Montalenti, **La legge Capitali e la delega alla riforma del Testo Unico della Finanza: prime riflessioni**, em *Giur. comm.*, 3, 2024, pp. 497ss.

90 R. COSTI, em AA. VV., **La nuova legge “Capitali”** (l. 5 marzo 2024 n. 21), em *Giur. comm.*, 3, 2024, p. 496.

- O estatuto social pode prever que o conselho de administração “cessante” possa apresentar uma lista de candidatos para a eleição de membros do mesmo conselho de administração.

- Nesse caso, o conselho promulgará sua lista por maioria absoluta de votos (2/3 dos membros); essa lista, além de ter que ser apresentada e publicada 40 dias antes da reunião, deve conter um número de candidatos igual ao número de membros a serem eleitos mais um terço (ou seja, se houver 15 assentos no órgão, o conselho deve apresentar uma lista com 20 candidatos).

- Se a lista do conselho ficar em primeira posição em termos de número de votos, uma segunda votação individual deverá ser feita em cada candidato; dessa forma, os candidatos com o maior número de votos serão eleitos.

- No caso de a lista do conselho ficar em primeira posição, as listas minoritárias obtêm um “superprêmio”, obtendo assim o direito de: i) nomear um número de administradores não inferior a 20% do número total de membros do órgão, se no máximo as duas primeiras listas minoritárias tiverem obtido votos que não excedam 20%; ii) nomear um número de administradores proporcional aos votos obtidos pelas duas primeiras listas minoritárias que tiverem obtido votos que excedam 20%.

- A seleção de candidatos minoritários ocorre proporcionalmente aos votos emitidos por cada lista (e, no caso de listas que tenham excedido 20% dos votos, somente as listas que tenham obtido votos no valor de, pelo menos, 3% serão elegíveis para a nomeação de administradores, enquanto que, para fins de alocação dos administradores eleitos, os votos das listas colocadas abaixo desses limites serão alocados proporcionalmente às listas que tenham excedido o limite).

- Por fim, está previsto que, caso o conselho de administração estabeleça um comitê de auditoria interna (“*comitato di controllo interno e gestione rischi*”), o presidente deve ser escolhido entre os conselheiros independentes que não foram eleitos na lista do conselho⁹¹.

91 A regra é muito contraditória, porque uma questão é prescrever que o presidente do comitê seja retirado da lista da minoria, a fim de garantir maior independência

Em resumo, ao introduzir mecanismos mais rígidos de transparência e ao obrigar o conselho a apresentar uma lista numericamente ampla, o sistema tende a induzir maior responsabilidade na escolha dos perfis, bem como a favorecer uma seleção mais refletida por parte dos acionistas. Além disso, a estrutura procedimental detalhada pode, em determinadas circunstâncias, reduzir assimetrias informacionais históricas entre administradores e acionistas, contribuindo para decisões eleitorais mais conscientes.

Apresentado o conteúdo da regra, o que fica intuitivamente claro é que, se por um lado o principal dilema relativo à legitimidade do conselho para intervir na disputa eleitoral dos acionistas é superado (e hoje isso só é permitido se expressamente previsto nos estatutos)⁹²; por outro lado, o procedimento de nomeação assim articulado parece complicado. Não é coincidência, portanto, que alguns meses depois de sua introdução, a Consob tenha considerado oportuno lançar nada menos que duas consultas entre operadores e acadêmicos para coletar avaliações e sugestões sobre como preparar a regulamentação detalhada dessa forma de procedimento eleitoral⁹³.

do comitê, e outra é proibir que ele seja retirado da lista do conselho: esta, de fato, poderia ser a lista da minoria quando ela vem em segunda posição em relação à lista do acionista majoritário, que então expressaria o presidente (não independente). Sobre esse ponto v. M. PERRINO, **La lista del c.d.a.**, em *Soc.*, 2024, 7, pp. 868-869; M. VENTORUZZO, **L'art. 12 della Legge Capitali: lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate**, em *Riv. soc.*, 2023, p. 1.123.

92 Os seguintes itens podem ser encontrados no site da Consob: (i) o primeiro documento de consulta, datado de 20 de novembro de 2024; (ii) os comentários ao documento feitos por acadêmicos, advogados e órgãos profissionais; (iii) a segunda consulta, datada de 19 de dezembro de 2024.

93 L. CALVOSA, **Voto di lista e lista del consiglio uscente**, em *Riv. dir. soc.*, 3, 2024, p. 427; S. FORTUNATO, em *Aa. Vv.*, **La nuova legge "Capitali" (l. 5 marzo 2024 n. 21)**, em *Giur. comm.*, 3, 2024, p. 5.156; M. PERRINO, **La lista del c.d.a.**, cit., p. 859.

6. A REAÇÃO DA DOUTRINA

O processo de consulta e elaboração de regras estabelecido pela Consob ainda está em andamento. Enquanto isso, a exata compreensão e interpretação do conteúdo da norma está sendo examinada pela doutrina, que já produziu várias contribuições sobre o tema, das quais surgiram muitas questões sérias. Trata-se de opiniões muitas vezes detalhadas, mas que podem interessar ao leitor brasileiro devido à perspectiva comparativa, ou seja, à forma como o “*giuscommercialista*” italiano encara certos problemas. A seguir, um breve resumo delas:

a) em primeiro lugar, não está claro o que deve ser entendido pela expressão “conselho cessante”, de modo que, mantendo-se o dado literal, conclui-se que, no caso da adoção do sistema de *staggered board*, o art. 147-ter.1 T.U.F. não se aplicará à renovação periódica do conselho⁹⁴.

b) Problemas muito maiores são criados pelo fato de que a lista do conselho deve conter mais candidatos (1/3) do que as vagas disponíveis. Isso é em função do voto nominativo e evidentemente serve para limitar o poder do conselho de administração de escolher os novos administradores⁹⁵. De qualquer forma, entre os problemas gerados pela regra, foram realçados: (i) o desincentivo para aceitar a candidatura de perfis de alto nível, dado o impacto negativo em termos de reputação e publicidade em caso de rejeição e, portanto, o risco de *adverse selection* no sentido de que indivíduos menos qualificados terão grandes incentivos para se apresentarem nos últimos lugares da lista e, caso sejam eleitos, terão um impacto negativo no funcionamento

94 M. STELLA RICHTER JR., **Lista del consiglio di amministrazione e autonomia statutaria: prime riflessioni**, em Riv. soc., 2024, 1, p. 118; I. MECATTI, **La lista del consiglio di amministrazione**, em Riv. dir. soc., 2024, 3, p. 588.

95 A regra tem o objetivo de inibir e evitar fenômenos de autorreferência e autopropetuação do conselho de administração, v. M. VENTORUZZO, **L'art. 12 della Legge Capitali: lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate**, cit., pp. 1.104, 1.118.

do conselho⁹⁶; ii) a dificuldade de combinar as várias figuras de administradores para cumprir as regras de composição e diversidade do órgão, dada a possibilidade de que a votação individual em nomes possa levar a uma diferenciação incorreta das competências individuais⁹⁷; iii) a dificuldade de determinar o número de candidatos quando o estatuto não prevê um número fixo de membros do órgão administrativo⁹⁸; iv) o risco de que, após a votação individual, não seja eleito o candidato considerado apto a ocupar a função de C.E.O. ou Presidente do conselho⁹⁹.

96 M. VENTORUZZO, **L'art. 12 della Legge Capitali: lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate**, cit., p. 1.105.

97 M. VENTORUZZO, **L'art. 12 della Legge Capitali: lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate**, cit., p. 1.106, 1.119, aponta como o problema é agravado se entendido em conjunto com outra inovação da Legge Capitali, que permitiu que, nas empresas listadas, a assembleia de acionistas pudesse ser conduzida exclusivamente por meio de um representante nomeado pela empresa, a quem os acionistas concedem um voto por procuração. Nesse caso, seria difícil para os eleitores prever e implementar qualquer estratégia, alterando o voto à medida que fossem votando, com o efeito de que a diretoria eleita poderia se encontrar super representada em determinadas profissões técnicas e sub representada em outras. Além disso, esse é um problema não desprezível para as empresas que operam nos mercados financeiros (bancos, seguradoras e empresas de investimento), uma vez que tanto a legislação nacional quanto a europeia dedicam inúmeras disposições à composição *fit and proper* do órgão administrativo e a Autoridade Supervisora tem o poder de afetar diretamente o processo de nomeação (a esse respeito, *supra* nota 17). Permanecendo nas prescrições ordinárias sobre a composição do conselho v. M. PERRINO, *La lista del c.d.a.*, cit., pp. 865-866, observou corretamente como o processo de nomeação pode ser particularmente complicado e demorado, pois, além de identificar os eleitos, é preciso verificar se eles estão compatíveis com as regras de composição; caso contrário, será necessário passar por cima de outros candidatos, e assim por diante.

98 Muitas vezes, os estatutos das empresas italianas estabelecem que o conselho de administração é composto por um número mínimo e máximo de membros, deixando a cargo da assembleia de acionistas determinar o número de tempos em tempos. Não está claro, então, se, diante dessa regra, o conselho de administração que apresenta uma lista deve nomear o número máximo de conselheiros aumentado em um terço, ou pode incluir um número mínimo novamente aumentado em um terço (e, ao fazê-lo, pode contornar a regra da superabundância de candidatos). Sobre o tema cf. M. STELLA RICHTER JR., **Lista del consiglio di amministrazione e autonomia statutaria**, cit., pp. 119-120.

99 M. VENTORUZZO, **L'art. 12 della Legge Capitali: lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate**, cit., p. 1.106 observa que dois aspirantes diretores executivos dificilmente aceitariam ser candidatos na mesma lista, portanto, na hipótese ordinária em que apenas um seria candidato, e este por

c) No entanto, dada a existência do superprêmio minoritário, o número de administradores retirados da lista do conselho “cessante” será determinável somente depois de determinado o número de administradores eleitos nas listas minoritárias. Nesse ponto, surgem os principais problemas: i) em primeiro lugar, não está claro na regra como o número de votos recebidos pelas listas minoritárias deve ser calculado¹⁰⁰; ii) a regra contida na letra b), nº 1, do art. 147-ter.1, inciso 3, T.U.F, de acordo com a qual as listas que obtiveram menos de 20% dos votos têm direito a pelo menos 20% dos administradores, é uma regra que certamente incentiva as minorias a apresentarem suas próprias listas de candidatos, mas altera significativamente a relação de proporcionalidade entre poder e risco, no sentido de que o prêmio assim fixado é excessivo (em um conselho de 15 membros, as minorias de qualquer número têm direito a nomear 3 membros)¹⁰¹; iii) a regra contida na alínea b), nº 2, leva esse problema de super representação a um outro nível, no sentido de que, ao aceitar uma regra de proporcionalidade pura, poderia haver casos de super representação da minoria ou mesmo de a minoria se tornar maioria¹⁰².

desentendimentos, notícias infundadas e afins não seria eleito pelos acionistas, a empresa se veria sem profissional adequado para exercer a função de C.E.O.

100 Também M. VENTORUZZO, **L'art. 12 della Legge Capitali: lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate**, cit., p. 1.108-1.109, mostra como os resultados eleitorais podem variar significativamente conforme variam as situações consideradas no denominador (o autor faz uma simulação mostrando que, na mesma situação, calculando sobre o quórum dos presentes, a minoria é de 21%; em um segundo caso, contando apenas os votos proferidos a favor da lista é de 29%, enquanto contando entre os votos proferidos também aqueles contrários seria de 16%; excluindo os votos contrários e calculando as abstenções 21%; e, finalmente, calculando os votos proferidos a favor, contrários e abstenções 14%).

101 L. CALVOSA, **Voto di lista e lista del consiglio uscente**, cit., pp. 430-431; M. VENTORUZZO, **L'art. 12 della Legge Capitali: lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate**, cit., p. 1.110.

102 G. PRESTI, **La norma sulla lista del CdA: ombre e buio**, em A.G.E., 2024, 1, 53; M. VENTORUZZO, **L'art. 12 della Legge Capitali: lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate**, cit., p. 1.111 mostram como se as listas minoritárias recebessem 40% dos votos, elas poderiam expressar 2/5 dos membros do conselho (em um conselho de 15 membros, 6 seriam a expressão da minoria); ao passo que, se a lista do conselho ficasse em primeiro lugar, mas recebesse menos de 50% votos, por exemplo, coletando 49% do consenso, enquanto a segunda lista totalizaria 48,5%

Por esse motivo, um Autor propôs a leitura da regra não no sentido puramente proporcional, mas no sentido de uma proporcionalidade “máxima, mas flexível”, ou seja, limitando a participação da minoria sempre a 20% dos membros do conselho¹⁰³; iv) todas as distribuições de administradores, com base no número de votos, apresentam um problema de arredondamento que, na opinião unânime, deve ser realizado de acordo com o método comumente seguido nas ciências¹⁰⁴.

d) Outro problema diz respeito à segunda votação individual sobre os candidatos da lista do conselho. A questão é se todos os acionistas presentes na assembleia de acionistas ou apenas os acionistas que votaram na lista do conselho na primeira rodada devem participar dela¹⁰⁵.

e uma terceira lista 2,5%, nesse caso, a soma das listas minoritárias lhes daria a nomeação de 8 diretores de 15; portanto, a maioria.

103 M. VENTORUZZO, **L'art. 12 della Legge Capitali: lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate**, cit., pp. 1.111-1.114, para os argumentos que apoiam a interpretação normativa; essa tese é também apoiada por M. IRRERA, **La lista del CdA: una nuova norma nell'occhio del ciclone**, in *il caso.it*, 12/9/2024, § 5; M. SAGLIOCCA, **La lista del consiglio “uscente”: prime riflessioni sulle novità della c.d. legge capitali**, em *Riv. not.*, 2024, 4, p. 733; enquanto argumentos contrários, demonstrando convincentemente que a única interpretação possível de acordo com o texto e a lógica da regra é a da proporcionalidade pura são G. PRESTI, **La norma sulla lista del CdA**, cit., pp. 53-55; M. PERRINO, **La lista del c.d.a.**, cit., pp. 863-864.

104 Ou seja, arredondando para baixo ou para cima de acordo com o fato de estar mais próximo da unidade inferior ou superior ou, no caso de equidistância perfeita, de acordo com a paridade da última unidade decimal.

105 Para a tese de limitar a votação somente àqueles acionistas que votaram na lista do conselho na primeira rodada, M. VENTORUZZO, **L'art. 12 della Legge Capitali: lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate**, cit., p. 1.120, enfatiza a proibição de *venire contra factum proprium*, o fato de que o art. 144-sexies Reg. emittenti proíbe o voto em mais de duas listas e, finalmente, o raciocínio contrário, de que admitir até mesmo acionistas que não tenham votado naquela lista na primeira rodada daria origem ao risco de ligações entre as listas, com a consequente desqualificação da segunda lista, e o risco de manobras abusivas e oportunistas em detrimento da empresa (por exemplo, rejeitar o candidato capaz de preencher o cargo de C.E.O.). Essa tese é apoiada por M. STELLA RICHTER JR., **Lista del consiglio di amministrazione e autonomia statutaria**, cit., p. 122; M. SAGLIOCCA, **La lista del consiglio “uscente”**, cit., p. 728; M. IRRERA, **La lista del CdA**, cit., § 4; enquanto aqueles que se opõem a essa visão, e acreditam que a solução que admite indiscriminadamente todos os acionistas para a votação é mais congruente com o dado lógico-literal da regra, são G. PRESTI, **La norma sulla lista del CdA**, cit., pp. 56-57; M. PERRINO, **La lista del c.d.a.**, cit., p. 865.

e) Por fim, foram levantados diversos outros problemas, menos difíceis de serem resolvidos, a saber: (i) se, na hipótese de a lista do conselho de administração ser a única lista apresentada e votada, mesmo nesse caso os candidatos devem ser votados individualmente¹⁰⁶; (ii) se a regra é aplicável às sociedades que adotaram os diferentes sistemas de governança monista e dualista¹⁰⁷; iii) e, mais uma vez, uma série de dúvidas e perplexidades que já estavam pendentes desde o debate anterior à introdução da nova regra, ou seja, o que acontece no caso de a lista do conselho ficar em segunda posição em termos de número de votos¹⁰⁸ e igualmente, o que acontece no caso de a lista do conselho ser retirada e, por fim, se, diante desse sistema de apresentação de listas, é permitido que o órgão de administração apresente uma lista de candidatos para a eleição do conselho fiscal ou vice-versa¹⁰⁹.

106 Em resposta afirmativa v. M. PERRINO, **La lista del c.d.a.**, cit., p. 867.

107 Sobre os sistemas alternativos de governança corporativa que podem ser adotados na Itália, consulte a nota 4. O problema surge porque a regra parece se referir exclusivamente ao sistema “tradicional”; não há dificuldade em operar por analogia com o sistema monista, ao passo que não é possível estender o procedimento de forma análoga ao sistema dualista; cf. M. STELLA RICHTER JR., **Lista del consiglio di amministrazione e autonomia statutaria**, cit., p. 116; em sentido contrário está I. MECATTI, **La lista del consiglio di amministrazione**, cit., p. 576.

108 O debate é reconstruído *supra* nota 35 e texto. Dada a situação atual, concorda-se com a abordagem que vê a lista do conselho como legitimada para eleger o conselheiro minoritário, sujeita a uma constatação concreta de ligação com a lista do acionista majoritário, que chegou primeiro; cf. M. STELLA RICHTER JR., **Lista del consiglio di amministrazione e autonomia statutaria**, cit., p. 123.

109 Sobre a primeira questão, ou seja, a possível confiança depositada nos acionistas pela apresentação da lista do conselho de administração, v. M. STELLA RICHTER JR., **Voto di lista e lista del consiglio: prospettive di riforma**, cit., p. 623.

Sobre a questão de saber se o conselho fiscal pode apresentar uma lista para a eleição de seu próprio órgão ou do órgão de administração, ou se este último pode apresentar uma lista para a eleição do primeiro, seguindo a ordem: I) a hipótese de os administradores apresentarem uma lista para a eleição do conselho fiscal, por um lado, foi considerada um evento que não afeta a independência dos membros do órgão, porque esta deve existir independentemente da identidade do proponente, v. N. CIOCCA, **Il voto di lista nella società per azioni**, cit, 90, p. 406; por outro lado, “*un conto è che siano i principals a scegliere sia gli agents responsabili dell’amministrazione sia i loro “custodi”; altro che siano gli stessi amministratori a individuare, seppur solo come proposta per gli azionisti, chi deve vigilare sul loro operato*” M. VENTORUZZO, **Note sulla lista del consiglio uscente per l’elezione degli amministratori nelle società quotate**, cit., p. 1.420. Basicamente, parece que os problemas e as soluções são

7. CONSIDERAÇÕES FINAIS

As questões críticas geradas pela regra são numerosas. Consequentemente, a doutrina tem sido, até o momento, bastante crítica em relação ao novo instituto¹¹⁰, classificando-o na categoria de “*sludge*”, ou seja, o tipo de procedimento destinado a dificultar o exercício dos direitos dos agentes¹¹¹. De fato, o principal efeito produzido pela regra provavelmente será o abandono da prática de apresentar a lista do conselho, razão pela qual as propostas para mitigar esse efeito incluem imaginar que o conselho produza sua própria lista de candidatos, mas que seja comunicada apenas aos acionistas e, possivelmente, apresentada por alguns deles; ou, chegando ao ponto de criar um específico gabinete, cujos membros

bastante equivalentes àqueles que surgiram no caso da lista do conselho, portanto, tendo admitido a possibilidade (cf. P. MARCHETTI, **Note e documenti sulla “lista del Consiglio” e il caso Assicurazioni Generali**, cit., p. 512), o problema principal é se o fato de esse fenômeno ter sido regulamentado exclui a possibilidade, ou não a exclui, se o art. 147-ter.1 T.U.F. deve ser aplicado por analogia. II) A hipótese de o conselho fiscal apresentar uma lista para a eleição do órgão administrativo deve ser excluída, porque evidentemente vai além das funções que lhe são atribuídas pela lei, v. N. CIOCCA, op. cit., p. 406; M. STELLA RICHTER JR., **Art. 147-ter**, cit., p. 4.197. III) Por fim, sobre a apresentação de uma lista de candidatos à renovação do conselho fiscal pelo mesmo órgão “cessante”, o mesmo poderia se aplicar, tendo em vista que o conselho fiscal tem um poder de proposta à assembleia geral limitado apenas aos casos e eventos previstos em lei (e, portanto, teria que ser admitida uma extensão da legitimação por meio de uma cláusula específica no estatuto social). Depois disso, no entanto, a questão permanece se a introdução do art. 147-ter.1 T.U.F. legitima o fenômeno ou não e, em caso afirmativo, se a operação analógica do procedimento especial de eleição é necessária ou não.

110 Os primeiros comentários são todos altamente críticos, dados os efeitos negativos que a regulamentação pode ter sobre a atratividade do mercado de capitais italiano; v. P. Montalenti, em Aa. Vv., **La nuova legge “Capitali”** (l. 5 marzo 2024 n. 21), em *Giur. comm.*, 3, 2024, p. 501; S. Fortunato, *ivi*, p. 517; M. Ventoruzzo, **L’art. 12 della Legge Capitali: lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate**, cit., p. 1.101; G. Presti, **La norma sulla lista del CdA**, cit., pp. 51-52, 58 (este último autor, em particular, questiona a legitimidade constitucional da norma quando ela prevê sistemas eleitorais radicalmente diferentes no mesmo evento de nomeação, com considerável desigualdade de tratamento em relação àqueles que obtêm a maioria - o conselho de administração - e uma representação não proporcional das minorias).

111 F. Vella, em Aa. Vv., **La nuova legge “Capitali”** (l. 5 marzo 2024 n. 21), em *Giur. comm.*, 3, 2024, p. 546 (e mais extensivamente, o mesmo autor, sobre o mesmo conceito de “*sludge*”, em **Diritto ed economia comportamentale**, Bolonha, 2023, p. 63).

talvez sejam eleitos pelos acionistas, chamados a apresentar uma lista de candidatos no lugar do conselho (evitando a aplicação da regra)¹¹². Essas são “*contorsioni regolamentari*”¹¹³, que provavelmente não são apreciadas pelos investidores profissionais estrangeiros, mas que, ao mesmo tempo, provavelmente se tornarão a agulha na balança da disputa eleitoral em empresas com “controle fluido”, onde as listas de candidatos serão novamente apresentadas por acionistas que, sozinhos, não constituem a maioria¹¹⁴. E isso, então, talvez se torne o elemento a ser apreciado na nova disciplina. As críticas, de fato, são todas bem fundamentadas e legítimas, mas a realidade descrita é agora a lei atual e deve ser levada em conta.

“*Il bicchiere è mezzo vuoto o mezzo pieno?*”, “*is the cup half empty or half full?*”, “*o copo está meio cheio ou meio vazio?*”.

Os idiomas mudam, mas as formas de dizer e pensar são frequentemente as mesmas. Um exercício saudável de positivismo (da alma, não jurídico) é, então, buscar os méritos dessa nova e tão discutida disciplina. Nesse sentido, o elemento mais relevante é

112 No sentido de que o principal efeito da regra será o abandono da prática pelos conselhos de administração, L. Enriques, **La legge Capitali danneggia anche le public company**, em FCHub.it; M. Belcredi, **I consigli di amministrazione possono diventare un Vietnam**, *ibidem*.

Sobre a possibilidade de o conselho de administração “cessante” realizar uma autoavaliação, ao final da qual informará ao público sua opinião sobre os candidatos v. M. Ventoruzzo, **L'art. 12 della Legge Capitali: lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate**, *cit.*, pp. 1.103; o problema aqui, no entanto, poderia surgir no caso de *engagement* com os acionistas mais relevantes antes de prosseguir (como acontece agora para cada evento relevante de assembleia de acionistas), já que nesse ponto outros acionistas não envolvidos poderiam reclamar de uma evasão do art. 147-ter.1 T.U.F., nesse sentido I. Mecatti, **La lista del consiglio di amministrazione**, *cit.*, pp. 553, 584-585.

Finalmente, sobre a possibilidade de criar um escritório para apresentar uma lista de candidatos em nome da empresa, sem passar pelo procedimento previsto no art. 147-ter.1 T.U.F. v. M. Stella Richter Jr., **Lista del consiglio di amministrazione e autonomia statutaria**, *cit.*, p. 128.

113 F. VELLA, *cit.*, p. 549.

114 O estudo do FIN-GOV, **Lista del CdA e legge capitali: un'analisi quantitativa**, setembro de 2024, que recalculou os resultados de várias assembleias de acionistas de grandes sociedades de capital aberto com “controle fluido”, constatou que, sob o novo sistema, os resultados seriam invertidos em todas as hipóteses (em um caso, até mesmo em detrimento das participações públicas).

certamente o espaço de decisão reconquistado para os acionistas. Trata-se de uma escolha precisa de política jurídica (é difícil dizer o quanto é intencional...), que se mantém fiel a uma filosofia que pelo menos a União Europeia defende há anos, embora as tendências regulatórias atuais a tenham contraditado repetidamente, deslocando o peso da tomada de decisão cada vez mais para o poder técnico dos administradores. Essa forte reafirmação do poder dos acionistas na escolha de quem administrará seus investimentos faz com que a solução regulatória escolhida na Itália seja única. E essa singularidade é ainda mais evidente quando, em face de uma lista do conselho apresentada e vitoriosa, as minorias têm garantida uma participação muito significativa no conselho. Em alguns aspectos, isso pode gerar ineficiências e conflitos, mas em outros aspectos é certo que a dialética animada dentro do conselho de administração é ainda mais reforçada, articulada e composta, assim como a composição e a definição dos vários interesses animados na empresa e em torno dela¹¹⁵. Em suma, a nova disciplina da eleição dos diretores das sociedades por ações italianas aparece consistente com a lógica e a evolução do instituto do voto em lista, e por isso poderia configurar um novo paradigma e modelo de disciplina regulatória *shareholder-oriented* e, em particular, *minority shareholders-oriented*.

Em todo caso, e para concluir, a Consob, ao preparar regulamentos detalhados, parece ter a intenção de atenuar algumas das questões mais contraditórias da disciplina. Além disso, não se pode descartar a possibilidade de que, após a reforma do T.U.F., o legislador volte atrás e intervenha no art. 147-ter.1, eliminando certos excessos e reequilibrando os interesses subjacentes. No entanto, na situação atual, em ambos os casos, essas são meras eventualidades,

115 Em uma forma semelhante, M. Irrera, **La lista del CdA**, *cit.*, § 6, ressalta que as complexidades e os problemas gerados pelas novas regras são, em parte, necessários, na medida em que servem para reprimir condutas abusivas por parte dos acionistas que usam “*la lista del cda come una scorciatoia per fornire un abito più acconcio alle proprie ambizioni*” e, por outro lado, os mesmos limites parecem consistentes com a realidade das empresas com uma ampla base de acionistas (que na Itália ainda são poucos).

ao passo que, como já mencionado, o art. 147-*ter*.1 do T.U.F., a partir de janeiro de 2025, é lei, com tudo o que isso implica em termos das escolhas das operadoras na prática e da redefinição de determinados paradigmas no sistema regulatório.

REFERÊNCIAS

PERRONE A. – SANFILIPPO P.M., **La lista presentata dal consiglio di amministrazione nelle società a proprietà concentrata**, em Riv. dir. banc., 2022.

ABBADESSA P., **La gestione dell'impresa nella società per azioni. Profili organizzativi**, Milão, 1975.

ALLEGRI V., **Contributo allo studio della responsabilità civile degli amministratori**, Milão, 1979.

ALVARO S. - MOLHO G. - SICILIANO G., **Il voto di lista per la rappresentanza di amministratori di minoranza nell'organo di amministrazione delle società quotate**, em Quaderni giuridici Consob, novembro de 2012.

ANGELICI C., **La società per azioni. Principi e problemi**, em Trattato di diritto civile e commerciale dirigido por A. Cicu - L. Mengoni - F. Messineo, Milão, 2012.

ARMOUR J.- ENRIQUES L.- HANSMANN H.- KRAAKMAN R., **The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class**, em Aa.Vv., **The Anatomy of corporate Law: a Comparative and Functional Approach**, Oxford, 2017.

ASSONIME, **Proposte per una riforma organica del TUF**, Position paper n. 4/2024.

BALLERINI G., **Legge capitali e “regulatory competition” (con particolare riferimento all'ordinamento olandese)**, em Nuove leggi civ., 4, 2024.

BALLERINI G., **La lista del consiglio di amministrazione**, em Riv. dir. civ., 2022.

Banca d'Italia, **Disposizioni di vigilanza per le banche, contidas na Circular nº 285 da Banca d'Italia**, de 17 de dezembro de 2013, e atualizadas em 10 de março de 2015.

BARCELLONA E., **Le migrazioni olandesi di grandi gruppi italiani: libertà di stabilimento e diritto societario imperativo**, em Riv. soc., 2024.

BEBCHUK L.A., **The case for increasing shareholder power**, em Harv. L. Rev., 2005.

BELCREDI M. - BOZZI S. - DI NOIA C., **Board elections and shareholder activism: the Italian experiment**, em **Boards and shareholders em European listed companies**, obra coletiva coordenada por M. Belcredi - G. Ferrarini, Cambridge, 2013.

BELCREDI M., **I consigli di amministrazione possono diventare un Vietnam**, em FCHub.it., 2024.

BELCREDI M., **La lista del cda uscente in prospettiva internazionale**, em Riv. soc, 2022.

BELCREDI M., **I rivolgimenti triestini e il rischio della lista del Cda**, em ilsole24ore.it, 30 de setembro de 2021.

BIANCHI M., **Commento al DDL “Modifiche al decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58, in materia di presentazione di liste di candidati da parte dei consigli di amministrazione uscenti delle società quotate”**, em Riv. soc, 2022.

BIGIAVI W., **I commercialisti e la fantasia**, em Riv. dir. civ., 1956.

BLACK B.S., **Shareholder Passivity Reexamined**, em Mich. L. Rev., 1990.

Brasil, **Lei das S.A.** (Lei nº 6.404/76).

CACCHI Pessani S., **Il voto di lista per la nomina degli amministratori nelle società a controllo “fluid”**: prassi, problemi e prospettive, em Riv. soc., 2021.

CALVOSA L., **Voto di lista e lista del consiglio uscente**, em Riv. dir. soc., 3, 2024.

CALVOSA L., **Sui poteri individuali degli amministratori di società per azioni, em Amministrazione e controllo nel diritto delle società**. Liber amicorum Antonio Piras, obra coletiva coordenada por A. Vicari – C. Angelici, Turim, 2010.

CARVALHOSA Modesto S. B. - Kuyven L.F.M., **Tratado de Direito Empresarial: Sociedades Anônimas**, São Paulo, 2018.

Centro Studi Guido Rossi, **Amsterdam Drive? La mobilità societaria verso i Paesi Bassi: l'attrattività, gli esiti, i problemi**, Milão, 2025.

CHIAPPETTA F., **Diritto del governo societario**, Pádua, 2013.

CHIAPPETTA F., **Gli amministratori indipendenti e gli amministratori di minoranza**, em Riv. dir. soc., 2009.

CHIOMENTI F., **Note minime in tema di nomine di amministratori di s.p.a. per cooptazione**, em Riv. dir. comm., 1991.

CIOCCA N., em Aa. Vv., **Il voto di lista. Un istituto ancora attuale?**, editado por A. Perrone e G. Strampelli, em Riv. O.D.C., 2022.

CIOCCA N., **Il voto di lista nella società per azioni**, Milão, 2018.

Consob, **Richiamo di attenzione No. 1/22**, de 21 de janeiro de 2022.

Consob, **Resolução nº 11.971 de 14 de maio de 1999**, Regulamento Emittenti.

COSTI R., em Aa. Vv., **La nuova legge “Capitali”** (l. 5 marzo 2024 n. 21), em Giur. comm., 3, 2024.

D'AMBROSIO R., **La borsa e la finanza, em Storia della legislazione bancaria finanziaria e assicurativa dall'unità d'Italia al 2011**, obra coletiva coordenada por E. Galanti - R. D'Ambrosio - A.V. Guccione, **Collana storia della Banca d'Italia**, vol. XI, Veneza, 2012.

DE WULF H., **An Introduction to and Evaluation of the 2019 Belgian Companies Act - Preparing for the Previous War?**, em Financial Law Institute. Série de documentos de trabalho. Universiteit Gent, novembro de 2023.

DENOZZA F., **L'amministratore di minoranza e i suoi critici**, em Giur. comm., 2005.

EISENBERG M.A., **The Structure of Corporation Law**, em Columb. L. Rev., 1989.

EISENBERG M.A., **Access to the Corporate Proxy Machinery**, em Harv. L. Rev., 1970.

EIZIRIK N., **A Lei das S/A Comentada**, vol. III, São Paulo, 3ª ed., 2021.

ENRIQUES L., **La legge Capitali danneggia anche le public company**, em FCHub.it., 2024.

ENRIQUES L. - HANSMANN H. - KRAAKMAN R. - PARGLENDER M., **The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies**, em Aa.Vv., **The Anatomy of corporate Law: a Comparative and Functional Approach**, Oxford, 2017.

ENRIQUES L., **Il ruolo dei consigli di amministrazione delle società quotate italiane nell'era della disruptive innovation**, em Banca impr. soc, 2017.

FERRO Luzzi P., **Indipendente... da chi; da cosa?**, em Riv. soc., 2008.

FIN-GOV, **Lista del CdA e legge capitali: un'analisi quantitativa**, setembro de 2024.

FIORUZZI M.P. - Lione F., **Il problema delle clausole statutarie di società quotate che attribuiscono al consiglio di amministrazione il potere di presentare una lista per la nomina di amministratori o sindaci**, em Riv. dir. soc., 2007.

FORTUNATO S., em Aa. Vv., **La nuova legge “Capitali”** (l. 5 marzo 2024 n. 21), em Giur. comm., 3, 2024.

FORTUNATO S., em Aa.Vv., **La presentazione di una lista del c.d.a. da parte del consiglio uscente**, em Giur. comm., 2022.

FRÈ G., **L'organo amministrativo nelle società anonime**, Roma, 1938.

GALANTI E., **Le banche, em Storia della legislazione bancaria finanziaria e assicurativa dall'unità d'Italia al 2011**, obra coletiva coordenada por E. Galanti - R. D'Ambrosio - A.V. Guccione, Collana storia della Banca d'Italia, vol. XI, Venezia, 2012.

GHEZZI F. - EREDE M., **La composizione del consiglio di amministrazione nelle società quotate**, em **Regole del mercato e mercato delle regole. Il diritto societario e il ruolo del legislatore**, editado por G. Carcano - C. Mosca - M. Ventoruzzo, Milão, 2016.

GIULIANI A., **Società commerciali – Questioni ed opinioni**, em Riv. not., 1951.

GUACCERO A., **L'attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea?**, em Riv. soc., 2016.

GUIZZI G., **Il voto di lista per la nomina degli amministratori di minoranza nelle società quotate: spunti per una riflessione**, em Cor. giur., 2007.

GUIZZI G., **Le decisioni dei soci: profili tipologici**, em Riv. dir. comm., 2004.

GUIZZI G., **Nomina degli amministratori e cooptazione**, em Amministrazione e amministratori di società per azioni, editado por B. Libonati, Milão, 1995.

IRRERA M., **La lista del CdA: una nuova norma nell'occhio del ciclone**, in il caso.it, 12/9/2024.

IRRERA M., em Aa. Vv., **Il voto di lista. Un istituto ancora attuale?**, editado por A. Perrone e G. Strampelli, em Riv. O.D.C., 2022.

IRRERA M., **Presentazione di liste di candidati da parte dei consigli di amministrazione uscenti delle società quotate** (A.S. 2433), em Riv. soc., 2022.

Itália, **Lei nº 21 de 5 de março de 2024**, Legge Capitali.

Itália, **Lei nº 262, de 28 de dezembro de 2005**, Legge sulla protezione del risparmio.

Itália, **D.Lgs. nº 58 de 24 de fevereiro de 1998**, Testo Unico della Finanza.

Itália, **Lei nº 474 de 30 de julho de 1994**, Legge sulle privatizzazioni.

Itália, **R.D. nº 262 de 16 março 1942**, Codice Civile.

JAEGER P.G., **Nomina degli amministratori: norme inderogabili, regole «generali» e autonomia delle società**, em Giur. comm., 1986.

JAEGER P.G.; LIBONATI B.; COSTI R., em **Giur. comm.**, 1995.

JENSEN M.C. - RUBACK R.S., **The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence**, em Journal fin. econ., 1983.

LIBONATI B., **Assemblea e patti parasociali**, em Scritti giuridici, I, Milão, 2013.

LIVIA M., **La lista del cda è una buona idea?**, em lavoce.info, 12 de fevereiro de 2022.

LOBO C.A. da Silveira, **O voto múltiplo na eleição do Conselho de Administração das Sociedades Anônimas**, em Rev. Forense, v. 279, 1980.

MARCHETTI C., **Composizione e nomina degli organi sociali: ovvero, le misure dei consigli di gestione e di sorveglianza**, em A.G.E., 2007.

MARCHETTI P., **Note e documenti sulla “lista del Consiglio” e il caso Assicurazioni Generali**, em Riv. soc., 2022.

MAUGERI M., **Sulla lista consiliare “di minoranza”**, em Riv. soc, 2022.

MAUGERI M., **Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.**, em Riv. soc., 2013.

MECATTI I., **La lista del consiglio di amministrazione**, em Riv. dir. soc., 2024.

MEO G., **L'amministrazione delle società quotate**, em **Il Testo Unico finanziario**, obra coletiva coordenada por M. Cera – G. Presti, Turim, 2020.

MEO G., **Per un ripensamento dell'organo amministrativo delle società quotate**, em A.G.E., 2019.

MINERVINI G., **Gli amministratori di società per azioni**, Mião, 1956.

Ministero dell'Economia e delle Finanze, **Libro verde sulla competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita**, março 2022.

Ministero dell'Economia e delle Finanze, **Decreto N.° 169** do 23 novembro 2020.

Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione economica, **Libro bianco sulle privatizzazioni**, abril de 2001.

MOLLO G., **La clausola statutaria che consente al c.d.a di presentare una propria lista per il suo stesso rinnovo è legittima?**, em Giur. comm., 2022.

MONTALENTI P., **La legge Capitali e la delega alla riforma del Testo Unico della Finanza: prime riflessioni**, em Giur. comm., 3, 2024.

MONTALENTI P., em Aa.Vv., **La presentazione della lista del c.d.a. da parte del consiglio uscente**, em Giur. comm., 2022.

NUZZO A., **Osservazioni**, em Riv. soc., 2022.

PERRINO M., **La lista del c.d.a.**, em Soc., 7, 2024.

PESCATORE S., **Attività e comunione nelle strutture societarie**, Milão, 1974.

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

PRESTI G., **La norma sulla lista del CdA: ombre e buio**, em A.G.E., 2024.

ROSSI S., **Il voto extrassembleare nelle società di capitali**, Milão, 1997.

SACCHI R., **Una proposta in tema di lista del c.d.a.**, em Riv. soc., 2022.

SACCHI R., **L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a., em Trattato delle società per azioni**, obra coletiva coordenada por G.E. Colombo - G.B. Portale, Turim, 1994.

SACCO Ginevri A., **Nuovi equilibri fra soci e amministratori nelle banche italiane quotate**, em **Liber Amicorum Guido Alpa**, obra coletiva coordenada por F. Capriglione, Milão, 2019.

SAGLIOCCA M., **La lista del consiglio “uscente”: prime riflessioni sulle novità della c.d. legge capitali**, em Riv. not, 2024.

SALANITRO N., **L'invalidità delle delibere del consiglio di amministrazione di società per azioni**, Milão, 1965.

SCALFI G., **Clausole particolari per la nomina degli amministratori di società per azioni (art. 2368, comma 1, c.c.)**, em Riv. soc., 1971.

SCIALOJA A., **Rassegna critica della giurisprudenza onoraria in materia di società per azioni (Giurisprudenza del 1911 – 1912 – 1913 – 1914)**, em Saggi di vario diritto, II, Roma, 1928.

SCOGNAMIGLIO G., **L'elezione dell'organo amministrativo sulla base di liste degli amministratori uscenti: brevi note su un recente disegno di legge**, em Riv. soc., 2022.

SHLEIFER A. - Vishny R.W., **A Survey of Corporate Governance**, em Journal of fin., 1997.

SPATAZZA G., **Consiglio di amministrazione incompleto e sostituzione degli amministratori mancanti**, em Riv. soc., 1967.

STELLA Richter Jr. M., em Aa. Vv., **Il voto di lista. Un istituto ancora attuale?**, editado por A. Perrone e G. Strampelli, em Riv. O.D.C., 2022.

STELLA Richter Jr. M., **Lista del consiglio di amministrazione e autonomia statutaria: prime riflessioni**, em Riv. soc., 2024.

STELLA Richter Jr. M., **Voto di lista e lista del consiglio: prospettive di riforma**, em Riv. soc., 2022.

STELLA Richter Jr. M., **Profili attuali dell'amministrazione delle società quotate**, em Giur. comm., 2021.

STELLA Richter Jr. M., **Il quadro legislativo italiano in materia di nomina ed elezione del consiglio di amministrazione: un modello o un'anomalia?**, em Oss. dir. civ. comm., 2017.

STELLA Richter Jr. M., **Art. 147-ter, em Le società per azioni, obra coletiva coordenada por P. Abbadessa e G.B. Portale**, vol. II, Milão, 2016.

STELLA Richter Jr. M., **Appunti sulla evoluzione della disciplina dell'amministrazione delle società quotate e sulle prospettive di riforma**, em Riv. dir. comm., 2015.

STELLA Richter Jr. M., **Sulla composizione e sulla elezione dell'organo amministrativo di società quotata**, em Riv. dir. comm., 2012.

STELLA Richter Jr. M., **Voto di lista per l'elezione delle cariche sociali e legittimazione dell'organo amministrativo alla presentazione di candidati**, em Riv. dir. soc., 2007.

STELLA Richter Jr. M., **Gli adeguamenti degli statuti delle società con azioni quotate dopo il d.lgs. n. 303/2006**, em Riv. dir. soc., 2007.

STELLA Richter Jr. M., **La collegialità del consiglio di amministrazione tra ponderazione dell'interesse sociale e composizione degli interessi sociali**, em **Amministrazione e amministratori di società per azioni**, editado por B. Libonati, Milão, 1995.

STRAMPELLI G., **Sistemi di controllo e indipendenza nelle società per azioni**, Milão, 2013.

União Europeia, **Dir. 2007/36/CE** de 3 de agosto de 2007 e **Dir. 2017/828/UE** de 17 de maio de 2017.

VALENTINI S., **La collegialità nella teoria dell'organizzazione**, Milão, 1968.

VALSECCHI E., **Nomina di amministratori per cooptazione**, em Riv. soc., 1959.

VELLA F., em Aa.Vv., **La presentazione di una lista del c.d.a. da parte del consiglio uscente**, em Giur. comm., 2022.

VENTORUZZO M., **L'art. 12 della Legge Capitali: lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate**, em Riv. soc., 2023.

VENTORUZZO M., **Note sulla lista del consiglio uscente per l'elezione degli amministratori nelle società quotate**, em Riv. soc., 2020.