

STUDIO LEGALE
GALBIATI, SACCHI E ASSOCIATI

Spettabile
CONSOB
Divisione Studi e Regolamentazione
Via G. B. Martini, n. 3
00198 Roma

Milano, 5 dicembre 2024
A mezzo SIPE – Sistema Integrato per l'Esterno

Oggetto: Documento per la consultazione del 20 novembre 2024 - “Disposizioni attuative dell’art. 147-ter.1 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, in materia di lista del consiglio di amministrazione”. Osservazioni trasmesse dallo Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati

Ci riferiamo al documento per la consultazione in oggetto (il “**Documento di Consultazione**”) sul contenuto dell’intervento regolamentare che Consob sarà chiamata ad adottare ai sensi dell’articolo 12, comma 2, della Legge 5 marzo 2024, n. 21 (“**Legge Capitali**”). A tal proposito, ringraziamo anzitutto questa spettabile Autorità per aver dato possibilità anche allo Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati (“**Studio GSA**”), tra i soggetti interessati, di partecipare, mediante le proprie risposte e la formulazione di commenti, alle riflessioni preliminari in essere.

Auspichiamo che quanto qui riportato possa essere di utilità ai fini dell’elaborazione della proposta di testo di regolamento attuativo che, come da Voi anticipato, sarà oggetto anch’esso di successiva pubblica consultazione.

Nel seguito, provvediamo quindi a formulare le nostre osservazioni rispetto alle tematiche sollevate nel Documento di Consultazione.

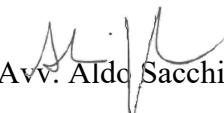
Nel rimanere a disposizione per ogni chiarimento, indichiamo di seguito i nostri indirizzi e recapiti:

aldo.sacchi@lexgsa.it

matteo.cremascoli@lexgsa.it

presso Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati, Via Durini 24, Milano, tel. 02781673.

Cordiali saluti.


Avv. Aldo Sacchi


Avv. Matteo M. Cremascoli



Documento per la consultazione 20 novembre 2024 - “*Disposizioni attuative dell’art. 147-ter.1 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, in materia di lista del consiglio di amministrazione*”. Osservazioni trasmesse dallo Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati

**RISPOSTE DELLO STUDIO LEGALE GALBIATI, SACCHI E ASSOCIATI
AI QUESITI RIPORTATI NEL DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE ⁽¹⁾**

DOMANDA 1.

Alla luce di quanto sopra evidenziato, si ritiene utile la definizione di specifiche disposizioni regolamentari di coordinamento tra le norme in materia di collegamento tra liste di candidati e la votazione sui singoli candidati della lista del CdA, nonché con gli altri principi generali in materia di nomina del consiglio di amministrazione?

1.1 Preliminarmente, si ritiene utile prendere avvio da due considerazioni di carattere più generale, all’interno del quale vanno a collocarsi le osservazioni formulate dallo Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati (“**Studio GSA**”) in relazione alla Domanda 1.

1.2 La prima considerazione ha natura, per così dire, metodologica. Ci asterremo infatti, nelle osservazioni che seguono, dal soffermarci nel commentare il tenore della norma primaria a base del Documento di Consultazione, vale a dire l’articolo 147-ter.1 TUF introdotto con l’articolo 12, comma 1, della Legge Capitali. Già autorevole dottrina – peraltro compiutamente ricostruita nel Documento di Consultazione – ha sottolineato le lacune e le incertezze che emergono dall’elaborato del Legislatore (emblematico, e condivisibile, il titolo del contributo di G. PRESTI: “*Elezione degli amministratori e lista del CdA: peggio il rammendo del buco*” ⁽²⁾). Si tratta, del resto, di aspetti ben conosciuti e analizzati anche da codesta Autorità in diverse occasioni ⁽³⁾.

⁽¹⁾ Per comodità espositiva le espressioni utilizzate con l’iniziale maiuscola, se non diversamente definite, hanno lo stesso significato loro attribuito nel Documento di Consultazione.

⁽²⁾ In *Rivista delle Società*, n. 5-6, 2023, 1078 e ss.

⁽³⁾ Ci riferiamo tra l’altro, oltre in generale a quanto riportato nel Documento di Consultazione, alla memoria tecnica depositata in occasione dell’audizione del Presidente della Consob presso la Commissione Finanze della Camera in data 16 novembre 2023.



Una interessante ricostruzione dei risultati cui potrebbe portare l'applicazione del nuovo articolo 147-ter.1 del TUIF si evince, poi, chiaramente anche dai lavori del FIN-GOV, *Centro di ricerche finanziarie sulla corporate governance* ⁽⁴⁾. Lo studio del centro di ricerca, anch'esso tenuto in considerazione da Consob e più volte menzionato nel Documento di Consultazione, si pone l'obiettivo, per così dire, di "proformare" i risultati di talune assemblee tenutesi negli ultimi anni (e che hanno visto la presentazione della lista del CdA) sull'assunto che l'articolo 147-ter.1 TUF fosse già stato in allora vigente. Tutto ciò, al fine di constatare gli effetti della nuova norma sui risultati di dette assemblee.

Le conclusioni a cui giunge il pregevole contributo consentono di comprendere con immediatezza come, in talune fattispecie, l'applicazione della nuova disciplina avrebbe determinato una composizione dell'organo amministrativo (peraltro di primarie società quotate) radicalmente diversa da quella in concreto riscontrata ⁽⁵⁾.

1.3 La seconda considerazione preliminare riguarda l'affermazione di Consob secondo cui "*le indicazioni contenute nel citato Richiamo di attenzione devono ritenersi ancora attuali ed efficaci anche alla luce della nuova disciplina in materia introdotta dalla Legge Capitali*" (cfr. Documento di Consultazione, pag. 3).

In proposito, potrebbe, a nostra opinione, essere opportunamente valutata, da codesta Commissione, una traslazione delle "*indicazioni*", o parte di esse, contenute nel Richiamo del gennaio 2022 all'interno del testo del prossimo regolamento attuativo dell'articolo 147-ter.1 TUF (il "**Regolamento Lista CdA**"). A prescindere dalla stessa rubrica del nuovo articolo ("*Lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate*"), la delega all'Autorità di Vigilanza potrebbe, anche ad avviso di chi scrive ⁽⁶⁾, non necessariamente essere intesa in termini restrittivi. In altri termini, il "compito" affidato a Consob dal Legislatore potrebbe risultare più ampio e volto a regolamentare in modo maggiormente organico, fermo ovviamente il rispetto di limiti posti dal dettato legislativo, la disciplina della presentazione, e votazione in assemblea, della lista del CdA.

In quest'ottica, potrebbero allora trovare ben collocazione a livello di normativa secondaria aspetti rilevanti contenuti nel Richiamo quali, a titolo di esempio, l'adozione e la pubblicazione preventiva della procedura volta a regolamentare *ex ante* il processo di individuazione dei candidati nelle sue varie fasi (cfr. Richiamo, paragrafo 2.3, lettera (a)) o, ancora, il ruolo da riservare ai componenti indipendenti presenti nei consigli di amministrazione ai fini del processo di selezione (cfr. Richiamo, paragrafo 2.3, lettera

⁽⁴⁾ Lo studio dei Professori Belcredi e Bozzi, "*Lista del CdA e legge capitali: un'analisi quantitativa*", del settembre 2024, è disponibile sul sito <https://centridiricerca.unicatt.it/fin-gov-centro-di-ricerca-sulla-corporate-governance-fin-gov-pubblicazioni#content>.

⁽⁵⁾ Nota 30 del Documento di Consultazione, pag. 12.

⁽⁶⁾ Posizione condivisa anche da M. VENTORUZZO, *L'art. 12 della Legge Capitali: lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate*, in *Rivista delle società* n. 5 e 6, 2023, pag. 1127.

(b)) oppure, sempre in via esemplificativa e non ultima per importanza, l'indicazione in via presuntiva della sussistenza di rapporti di collegamento tra liste (cfr. Richiamo, paragrafo 2.3, lettera (e)(ii)) ⁽⁷⁾.

In virtù della delega attribuita dall'articolo 12, comma 2, della Legge Capitali, codesta Autorità potrebbe dunque utilmente valutare, a nostro avviso, di introdurre nel Regolamento Lista CdA talune previsioni che sino ad ora, in assenza nel TUF di una disciplina sulla lista del CdA e di deleghe regolamentari attribuite a Consob in materia, non potevano ancora essere oggetto di normativa secondaria e sono pervenute all'attenzione del mercato e degli emittenti sotto forma di "*richiamo di attenzione*".

L'Autorità, seguendo questa impostazione, potrebbe altresì prendere in considerazione l'ipotesi di elevare a livello di "raccomandazione" quelle "*indicazioni*" del Richiamo che, per il loro contenuto, non possono essere (o è opportuno che non siano) traslate direttamente in sede regolamentare. Ci riferiamo qui, in particolare, ai profili della qualifica di indipendenza in capo al Presidente del CdA e alla sua partecipazione nella procedura (cfr. Richiamo, paragrafo 2.3, lettera (b)), nonché ai rapporti con i soci e gli altri *stakeholders* durante il processo di selezione (cfr. Richiamo, paragrafo 2.3, lettera (c) e su cui vedi anche *infra*, paragrafo 6.2).

In definitiva, riteniamo che l'ambito di intervento di Consob possa essere sufficientemente articolato (suddividendo le previsioni tra regolamento e raccomandazione) per assicurare (ovviamente – merita di essere solo ricordato – in piena coerenza con la norma primaria) una disciplina il più possibile esaustiva del processo di presentazione e votazione della lista del CdA.

1.5 Alla luce delle argomentazioni di cui sopra, non possiamo che rispondere quindi positivamente alla Domanda 1 del Documento di Consultazione.

Più precisamente, siamo dell'avviso che l'introduzione di specifiche disposizioni regolamentari di coordinamento tra le norme in materia di collegamento tra liste di candidati e la votazione sui singoli candidati della lista del CdA, nonché con gli altri principi generali in materia di nomina del consiglio di amministrazione, non sia solo opportuna, ma invero, nelle circostanze, fors'anche necessaria.

La frammentarietà del dettato legislativo e la evidente mancanza di coordinamento rappresentano elementi di fatto che finiscono per rendere poi in capo all'Autorità di

⁽⁷⁾ L'aspetto relativo al collegamento tra liste, almeno in relazione a talune fattispecie, è infatti già stato ritenuto "critico" da Consob nell'ambito del Richiamo. In particolare, un'ipotesi sottoposta a specifica attenzione dell'Autorità riguarda la "*partecipazione dei medesimi amministratori soci dell'emittente o esponenti aziendali di società dei gruppi dei predetti soci dell'emittente alle fasi di specifica individuazione dei candidati da includere nella lista del CdA. Si fa in particolare riferimento a quelle attività che portano all'individuazione dei singoli candidati da includere in una rosa ampia o ristretta, ed eventualmente alle attività immediatamente precedenti di individuazione dei criteri di selezione specifici dei candidati, criteri questi ultimi che, a differenza degli orientamenti ai soci, non qualificano solo caratteristiche "astratte" delle professionalità richieste ma ne delineano i concreti criteri di selezione, potendo di fatto condizionare la scelta dei singoli candidati*".

Vigilanza certamente non agevole il compito di contribuire alla definizione della disciplina in materia di presentazione e votazione della lista del CdA. In relazione a tale compito, riterremmo che l'Autorità potrebbe efficacemente ispirarsi al modello di *framework* regolamentare già utilizzato in passato in altre circostanze di normazione secondaria, modello che ha dato (e continua a fornire) prova, crediamo, di grande solidità, da una parte, e flessibilità, dall'altra.

Ci riferiamo in effetti alla disciplina in materia di operazioni con parti correlate dove Consob ha optato per stabilire con regolamento ⁽⁸⁾, in attuazione di una norma estremamente sintetica ⁽⁹⁾, e in assenza almeno inizialmente di indicazioni comunitarie, una serie di elementi imprescindibili da riportare necessariamente nella procedura interna del singolo emittente, lasciando poi all'autonomia di ciascuna società la decisione su altri snodi o aspetti anche di maggior dettaglio, da declinare nella procedura adottata e da portare a conoscenza del mercato ⁽¹⁰⁾.

Una tecnica normativa simile ben potrebbe essere utilizzata dall'Autorità anche con riguardo alla disciplina in materia di lista del CdA e all'attuazione dell'articolo 147-ter.1 TUF. Tale impostazione consentirebbe infatti a Consob, da un lato, di individuare gli elementi, dettati anche dalla normativa primaria, che necessariamente dovranno essere riflessi nello statuto delle società che vogliono "dotarsi" della possibilità, per il CdA uscente, di presentare una lista di candidati. Dall'altro lato, l'Autorità potrebbe individuare più "snodi" o "alternative" che l'emittente è chiamato a valutare e a declinare in statuto con le modalità ritenute più opportune. Del resto, anche nella materia della lista del CdA, così come nella disciplina OPC, ci pare certamente opportuno che gli emittenti implementino (in questo caso, in statuto) la propria regolamentazione specifica sui meccanismi di presentazione e voto della lista del CdA in funzione di autonome valutazioni sulla composizione del capitale sociale di ciascuno di essi e sull'andamento "storico" delle rispettive assemblee.

Un Regolamento Lista CdA così sviluppato consentirebbe, a nostra opinione, di (i) perseguire al meglio il disegno del Legislatore primario e, nel contempo, di (ii) supportare gli emittenti nell'individuazione del processo di presentazione della, e di deliberazione sulla, lista del CdA. Tutto ciò, senza impattare, grazie alle autonome e necessarie scelte lasciate dal Regolamento Lista CdA in capo ai singoli emittenti, sulla più che certamente opportuna autonomia statutaria.

Quanto precede ci pare in linea anche con la condivisibile osservazione di codesta Autorità secondo cui *"l'ampiezza dell'intervento regolamentare della Consob trova un limite tanto nella necessità di rispettare il dettato della norma primaria quanto*

⁽⁸⁾ Si tratta, come noto, del Regolamento approvato con delibera Consob 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato e integrato.

⁽⁹⁾ Il riferimento è ovviamente all'articolo 2391-bis del codice civile, ante emanazione della direttiva (UE) 2017/828 (*Shareholder Rights Directive 2*).

⁽¹⁰⁾ Cfr., in particolare, articolo 4, comma 1, del Regolamento Consob OPC.



nell'opportunità di lasciare spazio adeguato all'autonomia statutaria per le materie non imperativamente regolate" (cfr. Documenti di Consultazione, pag. 6).

1.6 L'impostazione qui ipotizzata richiederà ovviamente di essere soppesata dall'Autorità anche sulla scorta di due limiti oggettivi, connessi all'adozione del Regolamento Lista CdA.

Il primo è rappresentato dal termine di trenta giorni (dalla data di efficacia della Legge Capitali) fissato dall'articolo 12, comma 2, della medesima Legge Capitali per l'approvazione, da parte di Consob, del regolamento attuativo del nuovo articolo 147-ter.1 TUF ⁽¹¹⁾.

Il secondo aspetto da tenere comunque in considerazione è la possibilità che intervenga un fattore chiarificatore / correttivo da parte del Legislatore primario ⁽¹²⁾.

DOMANDA 2.

Nell'ipotesi prevista dall'art. 147-ter.1, comma 3, lett. b), n. 2), in cui le prime due liste di minoranza abbiano raccolto voti in misura superiore al 20%, si ritiene utile un intervento regolamentare per precisare che un sistema proporzionale "puro" può essere adottato in via statutaria?

2.1 Il tenore stesso della Domanda 2 sembra presupporre che l'Autorità possa non escludere la tesi della proporzionalità "relativa". Tale tesi, come rappresentato anche nel Documento di Consultazione, ritiene che alle liste di minoranza, qualora le prime due di esse abbiano raccolto voti in assemblea in misura superiore al 20%, dovrebbero essere attribuiti, in via appunto proporzionale rispetto all'esito delle votazioni, i posti in consiglio spettanti alle minoranze individuati in via statutaria, comunque non inferiori al 20% dei posti totali.

La tesi opposta, quella del sistema proporzionale "puro", sostiene invece che – sempre nella fattispecie in cui due liste ottengano più del 20% del totale dei voti espressi in assemblea e in presenza di una lista del CdA risultata la più votata – tutti i componenti

⁽¹¹⁾ Al di là della natura ordinatoria del termine richiamato, è stato comunque più volte ribadita la volontà del Legislatore di far sì che il nuovo articolo 147-ter.1 TUF trovi applicazione sin dalle prossime assemblee di rinnovo dei CdA (quindi nel periodo aprile/giugno 2025).

⁽¹²⁾ Come ricordato anche nel Documento di Consultazione, non sarebbe in effetti per nulla escluso che, nell'esercizio della vasta delega prevista dall'articolo 19 della Legge Capitali, il Legislatore proceda anche ad una revisione dell'articolo 147-ter.1 TUF. Ancora, recentemente, in data 15 ottobre 2024, il sottosegretario all'Economia, rispondendo in Commissione Finanze alla Camera a un'interrogazione parlamentare presentata sul tema della lista del CdA uscente, ha infatti evidenziato che il Comitato istituito per attuare le delega per la riforma del TUF *"sta valutando anche la problematica attinente alla governance societaria"*, aggiungendo che *"il Governo, qualora si dovesse manifestare l'opportunità di un intervento legislativo in materia, a tanto si riserva di provvedere in coerenza con le indicazioni del Parlamento rese nell'ambito del procedimento parlamentare di approvazione"* della legge sul mercato dei capitali.

del CdA siano eletti mediante l'applicazione del principio proporzionale, applicazione dunque su tutte le liste di candidati, compresa quella del CdA risultata, come detto, prima per numero di voti. La tesi del proporzionale "puro", come rilevato nel Documento di Consultazione (e in precedenza sottolineato anche da ASSONIME, oltre che da parte della letteratura), può portare ad assegnare alla lista del CdA un numero di consiglieri inferiore a quello attribuito complessivamente alle liste di minoranza, situazione quest'ultima considerata, sostanzialmente in via unanime, in grado di portare a situazioni di possibili difficoltà di *governance*.

2.2 Fermo un nostro orientamento favorevole, in linea di principio e per i connessi effetti pratici, alla tesi del sistema proporzionale "relativo", principalmente per i risultati di stabilità (in termini di governabilità) che questa parrebbe facilitare, occorre tuttavia riconoscere che anche una lettura della norma improntata al sistema proporzionale "puro" non risulta del tutto priva di qualche elemento a possibile supporto.

Oltre alle argomentazioni già espresse in dottrina al riguardo (e sintetizzate nel Documento di Consultazione, pag. 11), a noi pare che solo un sistema più vicino a quello "puro" finisca per attribuire un significato concreto all'ultimo periodo dell'articolo 147-ter.1, comma 3, lett. b), n. 2), TUF (vale a dire: "*ai fini del computo del riparto dei consiglieri spettanti ai sensi del primo periodo, i voti delle liste che hanno conseguito una percentuale di voti inferiore al 3 per cento sono assegnati proporzionalmente ai voti ottenuti dalle liste di minoranza che hanno superato detta soglia*"). Per avere una effettiva applicazione pratica di tale previsione, infatti, l'incremento dei voti inferiori al 3%, ripartito proporzionalmente sulle liste che hanno ottenuto almeno il 3% dei voti, dovrebbe parametrarsi, a nostro avviso, con la percentuale dei voti ottenuti dalla lista di maggioranza. Diversamente, ove utilizzato solo per assegnare i componenti del CdA di "*competenza delle minoranze*" nel numero fisso stabilito a livello statutario, detto incremento, essendo appunto proporzionale, non determinerebbe alcun effetto o impatto pratico.

2.3 In risposta alla Domanda 2, siamo dunque dell'avviso che il Regolamento Lista CdA potrebbe – anche aggiungendo la seguente ipotesi come ulteriore alternativa ai due meccanismi sopra richiamati (proporzionalità "relativa" o "pura") – ipotizzare l'individuazione in statuto di un numero di componenti di "*competenza delle minoranze*" variabile, fermo restando che alla lista del CdA, ove risultata prima per numero di voti, competerà comunque la maggioranza degli amministratori. Il numero variabile dei consiglieri spettanti alle liste di minoranza andrebbe calcolato sulla base del rapporto (il "**Quoziente**") tra (i) il numero di voti ottenuti dalla lista del CdA (alla quale, in quanto maggioritaria, come appena ricordato, spetta la maggioranza di consiglieri in CdA) e (ii) il numero di voti raccolti complessivamente dalle liste di minoranza che abbiano ottenuto almeno il 3% dei voti, incrementato dei voti delle liste che non hanno raggiunto il 3% dei voti in assemblea.



Sulla base di tale Quoziente, verrebbe tratto il numero complessivo dei componenti di “*competenza delle minoranze*” individuato dall’applicazione di detto Quoziente e degli scaglioni previsti a livello statutario (gli “**Scaglioni Statutari**”). Tale numero dovrà essere (i) superiore al 20% dei componenti del CdA (diversamente, non si vedrebbero particolari differenze rispetto al comma 3, lettera (b)(1)) e (ii) e inferiore al 50% dei componenti del CdA (per consentire alla lista del CdA che abbia ottenuto il maggior numero di voti, la maggioranza degli amministratori).

Ovviamente, la differenza tra il numero di amministratori di “*competenza delle minoranze*”, calcolato sulla scorta del Quoziente e della sua applicazione agli Scaglioni Statutari, e quello totale del nuovo CdA determinerà il numero finale dei consiglieri spettanti alla lista del CdA, risultata prima per numero di voti.

In sintesi, le previsioni statutarie potranno individuare che, nel caso in cui

- (a) la lista del CdA abbia ottenuto il maggior numero di voti in assemblea (primo *gate*); e
- (b) il totale dei voti raccolti in assemblea dalla seconda e terza lista sia superiore al 20% dei voti espressi (secondo *gate*)

allora:

- (i) a tutte le liste che abbiano ottenuto almeno il 3% dei voti saranno proporzionalmente attribuiti i voti delle liste con risultato inferiore al 3%;
- (ii) i voti risultanti dall’aggregazione di quanto previsto al punto (i) sarà quindi rapportato ai voti ottenuti dalla lista del CdA con la conseguente determinazione del relativo Quoziente;
- (iii) il Quoziente così ottenuto sarà applicato agli Scaglioni Statutari al fine di determinare il numero complessivo di consiglieri di competenza delle liste di minoranza;
- (iv) dalla differenza tra il totale degli amministratori da eleggere e quelli di competenza della minoranza determinato ai sensi del punto (iii) consegue il numero dei consiglieri finale spettanti alla lista del CdA;
- (v) i consiglieri di competenza delle minoranze saranno poi attribuiti proporzionalmente tra le liste che hanno ottenuto almeno il 3% (anche senza allocazione tra queste dei voti delle liste che non hanno raggiunto il 3%, in quanto, se distribuiti in misura proporzionale tra dette liste, non avrebbero, neppure ipoteticamente, alcun effetto).

Per comodità espositiva, il sistema sopra delineato potrebbe essere qui di seguito definito come meccanismo di “Proporzionalità Misto”.

DOMANDA 3.

Si ritiene opportuno che vengano forniti in via regolamentare chiarimenti sui criteri di riparto dei posti in CdA (anche prevedendo, a titolo esemplificativo, l'adozione del metodo dei quozienti), oppure si ritiene che la tematica debba restare demandata all'autonomia statutaria?

3.1 L'argomento alla base della Domanda 3 è strettamente collegato a quello di cui al precedente quesito (nel Documento di Consultazione, in effetti, le due domande sono poste una di seguito all'altra).

3.2 Al riguardo, anche a beneficio della sintesi, richiamiamo qui le precedenti considerazioni *sub Domanda 1*, con riferimento, in via generale, all'importanza dell'intervento regolamentare di Consob, e *sub Domanda 2*, in relazione alla necessità, a nostro avviso, di chiarire le modalità di assegnazione dei componenti del CdA tra le varie liste, aggiungendo alle opzioni concernenti i sistemi di proporzionalità "relativa" e "pura" quello definito di Proporzionalità Mista (cfr. *supra* paragrafo 2.3).

3.3 L'ipotesi di replicare l'impostazione già utilizzata in materia OPC (cfr. *supra*, paragrafo 1.5) conduce a una risposta, in un certo senso, semplificata alla Domanda 3. In altri termini, il Regolamento Lista CdA potrebbe declinare al suo interno una o più soluzioni (anche con richiamo alla Proporzionalità Mista) per individuare i criteri di riparto dei posti in CdA, lasciando poi agli emittenti la facoltà di specificare in statuto, nel rispetto della propria autonomia e in maniera analitica, i criteri adottati purché in grado di rispettare i limiti e ottenere i medesimi obiettivi individuati da Consob sulla scorta del dato legislativo.

Sotto un diverso profilo, riteniamo altresì utile, innanzitutto, che, all'interno del Regolamento Lista CdA, venga sottolineata l'importanza di fornire ai soci un'articolata ed esaustiva informativa preassembleare in occasione della proposta di modifica statutaria volta all'introduzione delle modalità di presentazione, e voto, della lista del CdA.

Inoltre, qualora la presentazione della lista del CdA coincidesse altresì con l'introduzione in statuto della nuova disciplina in recepimento del nuovo articolo 147-ter.1 TUF e del Regolamento Lista CdA, risulterebbe a nostro avviso opportuno prevedere una pubblicazione della relazione del CdA sull'argomento all'ordine del giorno antecedente ai termini usuali previsti dal TUF, ad esempio, al più tardi, contestualmente alla pubblicazione della lista del CdA (40 giorni prima dell'assemblea).



DOMANDA 4.

Si condivide l'opportunità di modificare le norme regolamentari nell'ottica di riequilibrare tra le varie liste gli obblighi di formulazione di candidature appartenenti a entrambi i generi?

4.1 In proposito, si ritiene trattarsi di un'attivazione essenziale da parte dell'Autorità, anche alle luce (i) del numero di consiglieri di “*competenza delle minoranze*”, che può potenzialmente risultare significativo (anche inferiore di una sola unità rispetto al numero dei consiglieri tratti dalla lista del CdA), nonché (ii) dell'introduzione della “doppia” votazione sulla lista del CdA, con conseguente ri-elencazione dei candidati rispetto alla originaria enumerazione ⁽¹³⁾.

4.2 Più in dettaglio, Consob potrebbe anche valutare di prevedere uno “scorrimento” per la sostituzione di consiglieri, al fine di conseguire l'equilibrio tra generi, che si realizzi all'interno delle singole liste presentate. In sostanza, dalla lista del CdA, *post* nuova elencazione a seguito della seconda votazione, verrebbero tratti i candidati nel rispetto della composizione di genere, con eventuale “scorrimento” al suo interno per rispettare tale previsione. I componenti “ulteriori”, provenienti dalle liste di minoranza e destinati a completare l'organo amministrativo, non dovrebbero poter pregiudicare l'“equilibrio” già raggiunto; conseguentemente detti candidati dovrebbero essere tratti, se del caso, attraverso l'applicazione del principio dello “scorrimento” all'interno di detta specifica lista.

DOMANDA 5.

Qualora l'assemblea per la nomina dell'organo amministrativo ai sensi dell'art. 147-ter.1 TUF sia svolta con il ricorso esclusivo al conferimento deleghe al Rappresentante designato, si ritiene che debbano essere dettate specifiche norme regolamentari di coordinamento? In tal caso quali?

5.1 Per rispondere alla Domanda 5 occorre, a nostro avviso, una sintetica premessa.

5.2 Come noto, la dottrina si è approfonditamente interrogata sul significato della “seconda votazione” di cui all'articolo 147-ter.1, comma 3, lett. a), n. 1), TUF. In particolare, l'analisi si è concentrata sul tema, certamente significativo, inerente al socio legittimato ad esprimere il voto (o meglio, il secondo voto, individuale, sui nominativi contenuti nella lista del CdA).

Fermo restando che riteniamo condivisibile la tesi, allo stato ragionevolmente maggioritaria, secondo la quale alla seconda votazione ha diritto di partecipare solo chi

⁽¹³⁾ Cfr. articolo 147-ter.1, comma 3, lett. a), n. 1), TUF e *infra*, paragrafo 5.2.

ha già espresso il voto favorevole per la lista del CdA, pare utile qui soffermarsi, brevemente, su di un ulteriore aspetto.

5.3 In effetti, occorre a nostro avviso che venga chiarito il significato della previsione normativa che introduce un’*“ulteriore votazione individuale su ogni singolo candidato”*. A noi pare che non si tratti della disponibilità di un unico *“voto”* in capo a ciascun socio da attribuire al candidato, per così dire, *“preferito”* contenuto nella lista del CdA. A detta conclusione si perviene non tanto, o non solo, perché, in presenza di amministratori delegati o presidenti particolarmente influenti, si finirebbe per concentrare in un numero assai ristretto di candidati tutti i voti della seconda votazione, ma anche alla luce del dato testuale che qui appare inequivoco. I soci sono infatti chiamati a procedere ad una *“votazione individuale su ogni singolo candidato”*.

Conseguentemente, riteniamo che su ogni singolo candidato della lista del CdA ciascun socio provvederà a esprimersi manifestando, in sostanza, la propria posizione così riassumibile: (i) sì, condivido la nomina di questo candidato, (ii) no, non condivido la nomina, oppure (iii) mi astengo su questo nominativo. All’esito della votazione, e senza entrare qui nei possibili scenari ad essa conseguenti ⁽¹⁴⁾, i singoli candidati verrebbero (ri)elencati secondo il numero dei soli voti *“positivi”* conseguiti, creando una sorta di lista progressiva di preferenze e non categorie di soggetti *“bocciati”* o *“promossi”*.

In virtù di quanto precede – e fermo il presupposto da noi condiviso che parteciperanno alla seconda votazione esclusivamente i soci che hanno votato favorevolmente al voto su detta lista – non riscontriamo profili particolarmente critici nel caso di espressione contestuale del voto sulla lista del CdA e di quello su ciascuno dei suoi componenti ⁽¹⁵⁾, specialmente in un’assemblea organizzata con il ricorso esclusivo al Rappresentante designato.

5.4 In effetti, le istruzioni di voto sono già spesso caratterizzate da opzioni di voto che il Rappresentante deve eseguire solo a fronte di specifiche e solo eventuali fattispecie che si dovessero verificare in assemblea. Si pensi, solo a titolo di esempio, al modulo della delega di voto per il rappresentante designato (cfr. allegato 5.A al Regolamento Emittenti) qualora riferito ad un’assemblea di approvazione del bilancio. In questa ipotesi, in virtù della possibilità che i soci siano chiamati a votare in assemblea

⁽¹⁴⁾ Si potrebbero verificare ipotesi in cui (i) presidenti o amministratori delegati *“raccolgono”* meno preferenze di altri candidati o (ii) candidati che abbiano conseguito un numero di voti individuali inferiore al 50% potrebbero essere comunque nominati consiglieri (in quanto comunque superiori ai risultati di altri componenti della lista del CdA).

⁽¹⁵⁾ Si tratta della posizione, da noi condivisa, di I. MECCATTI, in *Rivista delle Società*, 3/2024, pag. 603. Secondo l’A., infatti, la soluzione *“è prevedere nella medesima assemblea due espressioni di voto, il primo relativo alla lista, l’altro ai singoli candidati (voto di preferenza) in un unico momento, così come avviene nelle elezioni politiche e amministrative. In sostanza, i soci dovrebbero esprimere contestualmente il voto sulla lista e la preferenza sui singoli amministratori. Sulle risultanze del voto, verranno effettuati i calcoli per la composizione del consiglio sopra esaminati”*.



un'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori ancorché la questione non sia stata previamente indicata nell'ordine del giorno (articolo 2393, comma 2, cod. civ.), la delega prevede che *“in caso di votazione sull'azione di responsabilità proposta ai sensi dell'art. 2393, comma 2, del codice civile da azionisti in occasione dell'approvazione del bilancio, il sottoscritto delega il Rappresentante Designato a votare secondo la seguente indicazione: [] FAVOREVOLE [] CONTRARIO [] ASTENUTO”*).

Anche nel caso in esame, dunque la delega al Rappresentante designato dovrà ragionevolmente prevedere specifiche e individuali votazioni anche in relazione al gradimento su ogni candidato contenuto nella lista del CdA, subordinatamente (i) alla circostanza che la lista presentata dal CdA abbia ottenuto il maggior numero di voti, nonché (ii) al fatto che le istruzioni di voto contenessero l'espressione positiva per la lista del CdA.

DOMANDA 6.

Si ritengono utili ed opportuni ulteriori adattamenti della disciplina regolamentare?

6.1 L'ambito di possibile applicazione della Domanda 6 è assai esteso. Il riferimento agli *“ulteriori adattamenti alla disciplina regolamentare”* apre infatti il campo a molteplici riflessioni e considerazioni.

Qui di seguito, ci si limiterà a sottoporre alcuni spunti preliminari di ulteriore riflessione, per ogni valutazione da parte dall'Autorità nella predisposizione della bozza di Regolamento Lista CdA, con riserva, se del caso, di ritornare sugli argomenti in sede di risposta alla preannunciata consultazione sulla bozza di Regolamento.

6.2 Un primo profilo di approfondimento può riguardare, a nostra opinione, la disciplina inerente alla lista del CdA e la normativa in materia di patti parasociali.

In effetti, da un lato, è stato osservato in dottrina ⁽¹⁶⁾ e in giurisprudenza ⁽¹⁷⁾ come sia possibile che un patto parasociale, rilevante ai fini del 122 TUF, venga stipulato (in qualsiasi forma) anche fra o con soggetti non soci. Dall'altro lato, pur giungendo a escludere che *“il mero sostegno alla presentazione di una lista possa costituire patto parasociale”*, si è tuttavia evidenziato come *“qualora l'accordo non si esaurisse nelle attività funzionali alla presentazione di una lista, ma contenesse pattuizioni ulteriori per gli aderenti, aventi ad oggetto ad esempio vincoli di consultazione, oppure di voto*

⁽¹⁶⁾ M. FILIPPELLI, *Patti parasociali di voto, promessa del fatto del terzo e deroghe convenzionali ai quozienti assembleari* in *Giurisprudenza Commerciale*, 2022, pag. 267; L. SAMBUCCI, *Patti parasociali e fatti sociali*, Milano, 2005, pag. 3; V. DE SENSI, *Convenzioni stragiudiziali per il salvataggio delle imprese e patti parasociali*, in *Dir. fall.*, 2005, 67-70 R. TORINO, *I contratti parasociali*, Milano, 2000, pag. 79.

⁽¹⁷⁾ Cass., 7 maggio 2014, n. 9846, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, 697.

tout court e/o in merito al comportamento dei candidati che risultassero poi eletti, la riconducibilità della fattispecie nell'alveo dell'art. 122 TUF sarebbe più sicura"⁽¹⁸⁾.

Nel caso in esame, dunque, potrebbe essere colta l'occasione dell'emanazione del Regolamento Lista CdA per individuare quando le relazioni tra consiglieri di amministrazione (in ipotesi anche non soci) e azionisti portatori, per conto proprio o anche di terzi, di un significativo numero di voti, possano essere qualificate come un patto parasociale, ex articolo 122 TUF.

6.3 Un secondo profilo di possibile attenzione da parte dell'Autorità riguarda la disciplina della sollecitazione delle deleghe di voto di cui agli articoli 135 e ss. del Regolamento Emittenti.

La riflessione trae origine dalla opportunità (e fors'anche necessità) di ribilanciare i rapporti di forza tra il CdA uscente e soci privati presentatori di liste. Per quanto non illegittimo, il fare ricorso alle disponibilità della società da parte del CdA per sollecitare il voto sulla lista presentata dal CdA stesso potrebbe rivelarsi un comportamento non improntato a pari opportunità tra i soggetti interessati alla presentazione e alla votazione delle liste. Basti pensare, al riguardo, ai costi che il socio privato intenzionato a promuovere una sollecitazione a supporto della propria lista finirebbe per sostenere direttamente (per la propria lista) in aggiunta a quelli, pro quota, sopportati dalla società in relazione ad una sollecitazione a favore della lista del CdA. Una possibile soluzione a fronte di tale sbilanciamento potrebbe essere rappresentata dall'imposizione di limiti al ricorso alla sollecitazione delle deleghe di voto in relazione alle decisioni concernenti la nomina del CdA, in presenza ovviamente di una lista presentata dal CdA stesso.

6.4 Infine, una qualche riflessione potrebbe avere ad oggetto anche la disciplina concernente le quote di partecipazione necessarie per presentare liste di candidati alla carica di consiglieri di amministrazione (articoli 144-ter e ss. del Regolamento Emittenti). La previsione di un *décalage* in funzione inversa alla capitalizzazione di Borsa potrebbe essere ri-analizzata alla luce dello "sbarramento" fisso, pari al 3%, dei voti espressi in assemblea, necessario per considerare le liste da cui eventualmente trarre i consiglieri di minoranza. Si tratterebbe di valutare un eventuale ripensamento, specialmente laddove sono attualmente richieste da Consob (ai sensi dell'articolo 144-septies, comma 1, del Regolamento Emittenti⁽¹⁹⁾ e sulla scorta di quanto previsto dall'articolo 144-quater del medesimo Regolamento) quote di partecipazioni per presentare liste di candidati alla carica di CdA pari al 2,5% dei diritti di voto

⁽¹⁸⁾ P. VALENSISE, *Patti parasociali*, in Trattato delle società, a cura di V. DONATIVI, Milano, 2022, pag. 406.

⁽¹⁹⁾ Tale norma prevede infatti che "Consob pubblica, entro 30 giorni dalla chiusura dell'esercizio sociale, la quota di partecipazione richiesta per la presentazione delle liste dei candidati per l'elezione degli organi di amministrazione e controllo, tramite strumenti anche informatici di diffusione delle informazioni".



complessivi (percentuale che potrebbe rappresentare in assemblea una quota dei voti espressi molto superiore al 3%) o, addirittura, al 4,5% (già di per sé di gran lunga superiore al 3% dei voti in assemblea previsto dalla Legge Capitali) ⁽²⁰⁾.

* * *

Milano, 5 dicembre 2024

STUDIO LEGALE GALBIATI, SACCHI E ASSOCIATI

Avv. Aldo Sacchi Avv. Matteo M. Cremascoli

⁽²⁰⁾ Si veda, a titolo di esempio, la Determinazione Dirigenziale Consob del 31 gennaio 2024 relativa alla “*Pubblicazione della quota di partecipazione richiesta per la presentazione delle liste dei candidati per l'elezione degli organi di amministrazione e controllo*”.