

Spett.le 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: Osservazioni al documento di 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".**

Ringraziando per l'opportunità di partecipare alla consultazione pubblica sul documento di consultazione in oggetto (il "**Documento di Consultazione**"), lo scrivente studio legale Gatti Pavesi Bianchi Ludovici (lo "**Studio Legale**") formula di seguito alcune considerazioni e osservazioni in relazione alle domande indicate da Codesta Spettabile Commissione nel medesimo Documento di Consultazione.

Nel rimanere a disposizione per ogni chiarimento, indichiamo, qui di seguito, i nostri indirizzi e recapiti: Avv. Rossella Pappagallo: rossella.pappagallo@gplex.it, Avv. Vanessa Sobrero: vanessa.sobrero@gplex.it; Avv. Giorgia Capuzzo: giorgia.capuzzo@gplex.it, presso Gatti Pavesi Bianchi Ludovici Studio Legale Associato, Piazza Borromeo n. 8, 20123 Milano – tel. 02 859751.

Con i migliori saluti,

Gatti Pavesi Bianchi Ludovici Studio Legale Associato

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 Ad avviso dello scrivente Studio Legale, la definizione di siffatte specifiche disposizioni regolamentari appare utile e comunque opportuna, soprattutto al fine di chiarire la principale questione interpretativa che pone la nuova disciplina in esame, ossia quella di stabilire quali siano gli azionisti legittimati a votare nella c.d. seconda votazione individuale (la “**Seconda votazione**”).

Sotto questo profilo, l’affermazione del principio della rilevanza del collegamento tra le liste di candidati e la votazione sui singoli candidati della lista del consiglio di amministrazione uscente (la “**Lista del CdA**”) confermerebbe definitivamente la conclusione – peraltro, ad avviso dello scrivente, l’unica coerente sia con i principi generali dell’ordinamento societario, sia con quelli in materia di elezione dell’organo amministrativo con il voto di lista – che, nel caso in cui la Lista del CdA abbia ottenuto il maggior numero di voti, gli azionisti legittimati ad esercitare il voto nell’*“ulteriore votazione individuale su ogni singolo candidato”* siano esclusivamente coloro i quali abbiano espresso il rispettivo voto a favore di detta lista.

Una regolamentazione del collegamento, che contenesse il principio secondo cui gli azionisti i quali abbiano votato una lista della minoranza siano da ritenere “collegati” ad essa nell’ambito della Seconda votazione, e conseguentemente privi di legittimazione a partecipare a detta votazione, garantirebbe, anche in applicazione del principio attualmente accolto dall’art. 144-*sexies*, comma 6 del Regolamento Consob 11971/1999 del divieto dell’esercizio del voto a favore di “*più di una lista*”, la parità di trattamento tra azionisti nell’esercizio del voto sulla nomina dell’organo amministrativo.

Invero, l’eventuale riconoscimento della legittimazione all’esercizio del voto nella Seconda votazione anche agli azionisti i quali abbiano votato a favore di una lista diversa dalla Lista del CdA si risolverebbe – come da più parti rilevato – in una palese disparità di trattamento tra azionisti e dunque nella violazione di un principio generale, di cogente applicazione imperativa (art. 92, TUF), non essendo siffatta facoltà simmetricamente prevista, inequivocabilmente, anche a favore degli azionisti i quali abbiano espresso la propria preferenza per la lista del *board* uscente.

Siffatta disparità si manifesterebbe sotto il profilo del riconoscimento sia di una ingiustificata ‘maggiorazione’ del diritto di voto a favore esclusivamente di alcuni azionisti e non di tutti, sia di una particolare modalità di espressione del diritto in questione da parte di alcuni e non di tutti gli azionisti, ossia la facoltà di selezionare i candidati di un’altra lista (*i.e.* la Lista del CdA) esercitando un voto “individuale” di ‘preferenza’.

La disparità di trattamento tra azionisti con riguardo alla elezione dell'organo amministrativo risulterebbe ulteriormente rafforzata alla luce della previsione da parte della disciplina in esame della rappresentanza alle minoranze nel consiglio di amministrazione tramite un numero di amministratori che, specie al verificarsi di determinate combinazioni, può risultare – come ha dimostrato attenta dottrina – numericamente assai significativo.

Per altro verso, se, come è stato osservato da numerosi commentatori, il meccanismo del doppio scrutinio è preordinato a mitigare l'operatività del meccanismo della lista "bloccata" con riguardo alla elezione dei candidati tratti dalla Lista del CdA, prevedendo una specifica votazione per ciascuno di essi, il perseguimento di questa finalità di politica legislativa non postula in alcun modo il riconoscimento di una legittimazione generalizzata alla votazione sui singoli candidati, risultando viceversa detto obiettivo coerente con la previsione della esclusiva titolarità del voto agli azionisti i quali abbiano votato a favore di detta lista.

1.2 Sotto un distinto profilo, il riconoscimento della legittimazione all'esercizio del voto a tutti gli azionisti, e non ai soli azionisti i quali abbiano votato a favore della Lista del CdA, rischierebbe di pregiudicare l'obiettivo, di sicura cogente rilevanza normativa e regolamentare, di una equilibrata e diversificata composizione quali-quantitativa dell'organo amministrativo, in termini di esperienza e professionalità, oltre che diversità di profili soggettivi, così come è stata definita dal Consiglio uscente all'esito di un'approfondita attività istruttoria che viene svolta, anche in ottemperanza alle raccomandazioni del Codice di Corporate Governance, nei mesi precedenti alla presentazione della Lista del CdA, con il decisivo contributo del Comitato Nomine e, di norma, con il supporto di consulenti aziendali specializzati in questa materia.

Si consideri inoltre che l'eventuale legittimazione a favore degli azionisti i quali non abbiano votato a favore della Lista del CdA di condizionare la selezione finale dei candidati indicati in detta lista sarebbe suscettibile, astrattamente, di impedire l'elezione, financo, dei candidati alla carica di Presidente e Amministratore Delegato della lista risultata prima per numero di voti (*i.e.* la Lista del CdA), risolvendosi questa situazione in una inaccettabile deprivazione del diritto della maggioranza di esprimere i vertici aziendali di propria fiducia.

1.3 La legittimazione al voto nella Seconda votazione individuale ai soli azionisti i quali hanno votato a favore della Lista del CdA non pare possa venir contestata, viceversa, alla luce del riferimento da parte della legge alla necessità che "*l'assemblea procede a un'ulteriore votazione individuale (...)*", dovendosi ritenere che questo riferimento vada ragionevolmente inteso alla stregua della volontà legislativa di richiedere che la relativa votazione debba svolgersi nell'osservanza del medesimo procedimento/metodo assembleare che risulta applicabile ai fini della messa in votazione delle liste di candidati alla carica di amministratore.

1.4 Con l'occasione, si osserva come, facendo seguito al Richiamo di Attenzione n. 1/2022, un intervento regolamentare sarebbe utile e opportuno anche al fine di impedire che gli azionisti i quali risultassero "collegati" alla Lista del CdA, in virtù, ad esempio, della loro presenza nel consiglio di amministratore dell'emittente, possano presentare una 'propria' lista di minoranza, beneficiando in tal modo di un regime giuridico palesemente più vantaggioso rispetto a quello degli altri azionisti non "collegati".

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?

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?

Si condivide l'interpretazione dell'art. 147-ter.1, comma 3, lett. b), n. 2) TUF che parrebbe a fondamento della formulazione da parte di Codesta Commissione dell'interrogativo circa l'utilità di "un intervento regolamentare per precisare che un sistema proporzionale "puro" può essere adottato in via statutaria" (enfasi aggiunta), dovendosi arguire che, in assenza di un siffatto "opt-in" statutario, troverebbe applicazione un criterio di riparto caratterizzato da una proporzionalità c.d. relativa o limitata.

Del resto, l'interpretazione che ritiene applicabile il meccanismo della rappresentanza proporzionale solo alla quota "di competenza delle minoranze" risulta quella maggiormente coerente, oltre che rispetto all'esigenza di assicurare una stabile "governabilità" dell'impresa, anche e soprattutto con i principi generali dell'ordinamento societario.

Fermo restando quanto previsto dalla disposizione in esame per il caso in cui le liste di minoranza "in numero non superiore a due in ordine ai consensi raccolti" raccolgano voti in misura non superiore al 20% dei voti espressi e, conseguentemente, che le liste concorrano alla ripartizione in proporzione ai voti "per un ammontare complessivo non inferiore al 20 per cento del totale dei componenti": cfr. art. 147-ter.1, comma 3, lett. b), n. 1) TUF), nel caso in cui, invece, l'ammontare complessivo dei voti raccolti da tali liste fosse superiore al 20% (cfr. art. 147-ter.1, comma 3, lett. b), n. 2) TUF), la ripartizione proporzionale dovrebbe avere ad oggetto, in forza dell'applicazione del principio della proporzionalità relativa, la sola quota spettante alle minoranze. Con la precisazione che, anche in quest'ultimo caso, in coerenza con detto principio, la ripartizione dovrebbe aver luogo per un ammontare complessivo non inferiore al 20% e non già l'intero ammontare dei seggi nell'organo amministrativo, come invece dovrebbe avvenire secondo un criterio di proporzionalità assoluta.

Come è stato da più parti osservato, l'applicazione di un criterio proporzionale senza alcuna quota limite di seggi da assegnare alle minoranze potrebbe comunque impedire alla Lista del CdA, anche se risultata prima per numero di voti, di esprimere la maggioranza dei componenti dell'organo amministrativo, soprattutto in uno scenario in cui tale lista non dovesse ottenere la maggioranza assoluta dei voti e in presenza di più liste di minoranza. Invero, di là dai casi limite in cui, all'esito della votazione, le minoranze (intese come due o più liste) dovessero cumulativamente eleggere la maggioranza dei consiglieri, l'applicazione del proporzionale puro potrebbe comunque ragionevolmente favorire l'instaurarsi di equilibri precari all'interno dell'organo, tali da richiedere costanti "negoziati" e rendere più complessa la gestione unitaria della società, e ciò, in ultima istanza, in pregiudizio della governabilità delle imprese e in contrasto con l'interesse degli azionisti e degli *stakeholder*.

Si aggiunga che il riferimento a un criterio di proporzionalità relativa (il quale, come detto, assume l'esistenza di una quota massima riservata alle minoranze) risponde altresì all'esigenza di prevedibilità – anche in vista delle scelte di voto – della composizione del nuovo organo amministrativo e, in particolare, dei futuri equilibri tra maggioranza e minoranza/e.

Ciò premesso, lo scrivente Studio Legale rileva come, anche in linea con l'interpretazione fornita da Codesta Commissione, l'operatività del criterio della proporzionalità limitata non postula la necessità di una corrispondente disposizione clausola statutaria *ad hoc*, fermo in ogni caso l'obbligo di riservare statutariamente alle minoranze, quantomeno, la quota minima di seggi sopra richiamata (*i.e.* il 20%), ove non vi siano già clausole che attribuiscono un numero di amministratori pari a tale quota.

Venendo alla domanda *sub* 3., si ritiene preferibile, alla luce della rilevanza dell'autonomia statutaria nella definizione delle modalità di elezione dell'organo amministrativo, che l'individuazione dei criteri di ripartizione dei seggi, in ogni caso – come detto – da applicarsi all'interno della quota attribuita alle minoranze, sia demandata all'autonomia statutaria che potrà, a seconda dei casi, adottare o mantenere (qualora già presenti in statuto) criteri conformi a quanto previsto dalla disposizione in esame.

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?

Si condivide l'opportunità di estendere gli obblighi in materia di equilibrio tra i generi anche alle liste che si propongono di nominare la minoranza degli amministratori (c.d. liste corte).

Infatti, tenuto conto dei possibili risultati del meccanismo della doppia votazione – che potrebbero non rispettare l'ordine progressivo dei candidati della Lista del CdA e

quindi alterare la composizione proposta dal Consiglio uscente – lo scrivente Studio Legale ritiene opportuno che anche le liste di minoranza (*rectius*, liste “corte”) contribuiscano alla formazione dell’organo amministrativo in piena conformità alla disciplina applicabile e, segnatamente, a quella in materia di equilibrio tra i generi.

In particolare, si ritiene opportuno che le liste di minoranza contribuiscano a garantire l’equilibrio tra generi e quindi siano *ab origine* predisposte in conformità alla normativa in esame, nell’ottica della migliore diversificazione anche dei componenti tratti da tali liste, nonché al fine di evitare, quanto più possibile, l’eventuale attivazione dei meccanismi di scorrimento previsti dalle disposizioni statutarie; fermo restando che, ove necessario, tali meccanismi di scorrimento dovrebbero trovare applicazione anche in relazione alle liste successivamente risultate di minoranza.

5. Qualora l’assemblea per la nomina dell’organo amministrativo ai sensi dell’art. 147-ter.1 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?

6. Si ritengono utili ed opportuni ulteriori adattamenti della disciplina regolamentare?

Come osservato anche da Codesta Autorità, nel caso in cui le Assemblee si svolgano esclusivamente mediante il rappresentante designato ai sensi dell’art. 135-undecies TUF (“RD”), il relativo modulo di delega dovrebbe contemplare preventivamente tutte le possibilità di scelta e le ipotesi di delibere, “compresa la possibilità di esprimere un voto su tutti i candidati della lista presentata dal CdA uscente”¹.

A tal fine, lo scrivente Studio Legale ritiene utile e auspicabile un intervento regolamentare volto a fornire indicazioni circa le modalità per una corretta predisposizione di tale modulo e, più in generale, in merito a soluzioni operative che possano facilitare l’espressione del voto nonché una puntuale rilevazione degli esiti dello stesso.

Al riguardo si osserva che la necessità di tali indicazioni non dovrebbe essere circoscritta alle sole Assemblee da svolgersi esclusivamente mediante il RD. E infatti, anche i moduli per l’esercizio della facoltà di conferire deleghe al RD in vista di Assemblee in presenza dovranno necessariamente essere adattati al fine di tener conto della doppia votazione ove sia presentata una Lista del CdA e consentire agli azionisti un compiuto esercizio delle proprie prerogative, così come dovranno essere adattati i moduli di delega “semplice” ai sensi dell’art. 135-novies TUF, particolarmente utilizzati dagli investitori istituzionali, nonché i moduli di delega utilizzati nell’ambito delle c.d.

¹ Cfr. Consob, memoria tecnica del 16 novembre 2023 sul disegno di legge A.C. 1515, p. 6.

“sollecitazioni di deleghe”.

In ogni caso, anche al fine di semplificare la procedura di compilazione dei moduli e quindi di espressione del voto, lo scrivente Studio Legale suggerisce di consentire all'azionista delegante di esprimere il proprio voto sull'intera Lista del CdA – e quindi su ciascuno dei suoi componenti – senza dover compilare il modulo nella parte relativa alle singole votazioni. Sul piano “operativo”, sarebbe quindi opportuno: (i) prevedere una specifica e unica istruzione nel modulo per assegnare il voto a tutti i candidati presenti nella Lista del CdA; e/o (ii) stabilire che, ove non siano fornite istruzioni per il voto sui singoli candidati, il voto vada inteso come espresso su tutti i candidati inclusi nella Lista del CdA.