

Roma, 31 gennaio 2025

Spett.
COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA
Divisione Studi e Regolamentazione
Via G. B. Martini, 3
00198 - ROMA

Secondo documento di consultazione – “Disposizioni attuative dell’art. 147-ter.1, d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (“TUF”), in materia di lista del consiglio di amministrazione, del 19 dicembre 2024

Nel ringraziare dell’opportunità concessa attraverso la sollecitazione di osservazioni al documento di consultazione in oggetto, sottopongo a codesta Autorità alcune considerazioni che mi auguro possano offrire utili spunti di riflessione nella redazione delle disposizioni attuative dell’art. 147-ter.1, TUF, con particolare riguardo al quesito relativo agli azionisti al cui voto sottoporre la nomina dei candidati inclusi nella lista del consiglio di amministrazione, nel caso in cui essa abbia conseguito il maggior numero dei voti e sia stata ritualmente presentata da parte degli azionisti almeno una lista di minoranza.

Diverse risposte trasmesse a codesta Autorità in risposta al primo documento sottoposto a consultazione hanno suggerito di introdurre nel Regolamento Emittenti una previsione secondo cui al voto non possano prender parte gli azionisti che abbiano votato favorevolmente ad altra lista, limite che taluno dei rispondenti ritiene debba estendersi a chiunque non abbia votato a favore della

lista consiliare, quindi anche ai soci astenuti e a quelli che abbiano espresso il proprio dissenso rispetto a tutte le liste.

Raccolte le risposte, codesta Autorità ha sottoposto a consultazione un testo di nuovo articolo 144-*quater*.1 del Regolamento Emittenti secondo cui alla votazione individuale di cui all'art. 147-*ter*.1, comma 3, lett. a), TUF partecipano i soli “*soci che hanno votato in favore della lista del consiglio di amministrazione*”.

1. L'art. 147-*ter*.1, TUF prevede che, “*se la lista del consiglio di amministrazione uscente risulta quella che ha ottenuto il maggior numero di voti (comma 3, lett. a), l'assemblea procede a un'ulteriore votazione individuale su ogni singolo candidato*” (ivi, n. 1).

Il richiamo letterale all’“assemblea” contenuto nella norma primaria apre forti dubbi circa la possibilità che attraverso un regolamento di natura attuativa – e, quindi, senza un intervento normativo di rango legislativo (invocato puntualmente dall’ordine del giorno parlamentare richiamato da Assonime nella Circolare n. 6 del 13 marzo 2024 di commento della Legge Capitali, pag. 56 seg.) – al voto siano fatti concorrere soltanto gli azionisti favorevoli alla lista consiliare, i quali non costituiscono propriamente “l’assemblea” ma una sua porzione qualificata dal voto espresso nella deliberazione sulla lista, e ne vengano invece esclusi coloro il cui voto non sia stato favorevole alla medesima lista consiliare nonché gli astenuti.

2. La lista del consiglio di amministrazione uscente non promana dai soci, come le altre. Concorre, piuttosto, con tutte quelle che possono essere presentate dagli azionisti, e in ciò soggiace ad alcune regole specifiche, come correttamente pone in evidenza codesta Autorità nel primo documento sottoposto a consultazione.

Per quanto qui interessa, in particolare, l'art. 147-*ter*.1, TUF prevede:

- un *quorum* rafforzato, richiedendosi per la presentazione della lista consiliare il voto favorevole dei due terzi dei componenti il consiglio di amministrazione uscente (comma 1, lett. a);

- un requisito di composizione della lista consiliare, che deve contenere un numero di candidati pari al numero dei componenti da eleggere maggiorato di un terzo (comma 1, lett. b);

- un termine di deposito e pubblicazione della lista consiliare anticipato rispetto al termine previsto per il deposito e la pubblicazione delle liste presentate

dai soci e fissato nel quarantesimo giorno precedente la data dell'assemblea convocata per deliberare sulla nomina dei componenti del consiglio di amministrazione (comma 2);

- un meccanismo di votazione individuale su ciascun candidato della lista consiliare che abbia ottenuto il maggior numero di voti, votazione da svolgersi distintamente e logicamente in un momento successivo rispetto alla votazione sulle liste, sul presupposto che sia stata ritualmente presentata da parte degli azionisti almeno una lista di minoranza (comma 3, lett. a).

A differenza di quanto avviene per le liste presentate dagli azionisti, la lista consiliare (salvo sia l'unica ritualmente presentata) si caratterizza per un meccanismo non già direttamente elettivo bensì semplicemente volto a individuare, all'esito della prima votazione, se la maggioranza (anche solo relativa) degli azionisti predilige la lista consiliare rispetto a una di quelle presentate da azionisti. Verificata tale circostanza, tuttavia, non ne risulta ancora alcuna elezione – a differenza di quanto avviene per le liste presentate da azionisti – bensì occorre che l'assemblea individui a seguito di una nuova votazione quali, tra i candidati della lista consiliare, meritino i maggiori consensi.

In altri termini, il legislatore non ha trattato la lista consiliare alla stregua delle altre liste in lizza, consentendo a quella stessa maggioranza che l'abbia votata di esprimere automaticamente i candidati graditi.

Piuttosto, l'aver il legislatore voluto una seconda votazione sui candidati indicati nella lista consiliare, da selezionare in un ambito più esteso rispetto al numero di amministratori riservati a tale lista, sembra dimostrare che si sia inteso evitare che ad esprimere la preferenza individuale sia unicamente la stessa maggioranza favorevole alla lista consiliare, richiedendosi invece il concorso di una maggioranza "assembleare" da formare nuovamente.

In tal senso non è forse inutile richiamare proprio l'insieme di regole specifiche sopra indicate, che caratterizzano la presentazione, la pubblicazione e la votazione della lista consiliare. Da esse è dato evincere che il legislatore ha voluto accompagnare il riconoscimento della facoltà per il consiglio di amministrazione uscente di presentare una propria lista con una serie di cautele e vincoli giustificati dall'esigenza di presidiare rischi di autoreferenzialità e autoperpetuazione che potrebbero essere sottesi alla candidatura di una lista consiliare.

Sembrerebbe allora in controtendenza con tale *ratio* circoscrivere la legittimazione al voto individuale sugli amministratori indicati nella lista consiliare

ai soli soci che nella prima votazione abbiano supportato la lista medesima, piuttosto che riconoscere una più ampia legittimazione idonea a radicare la nomina degli amministratori tratti dalla lista consiliare nella più ampia volontà di coloro che hanno inteso concorrere al rinnovo dell'organo gestorio votando nella "prima" delibera di nomina.

3. Alla luce di quanto sopra, ove venga presentata la lista consiliare non appare corretto sul piano sistematico porre il tema del rapporto tra liste nei consueti termini del rapporto tra lista di maggioranza (proposta da azionisti, votata e soggetta all'elezione dei membri seduta stante) e liste di minoranza contestualmente votate da cui si traggono istantaneamente i relativi eletti. La circostanza che la lista consiliare sia quella che ha ottenuto il maggior numero di voti fa semplicemente rinviare al successivo scrutinio individuale la scelta dei candidati che da essa devono essere tratti.

La lista del consiglio di amministrazione uscente, dunque, si colloca al di fuori della competizione fra precostituiti schieramenti di azionisti che esprimono le liste di rispettivo gradimento. Il consiglio di amministrazione uscente, piuttosto, è legittimato alla presentazione di una lista propria in funzione delle esigenze di continuità gestionale di cui si rende interprete, dunque risulta espressione di un interesse che ha senso ipotizzare si distribuisca inscindibilmente e unitariamente, senza distinzione, in capo a tutti gli azionisti.

Non si rinvergono, da questo punto di vista, ragioni sistematiche che giustificano una lettura del riferimento legislativo all'"assemblea" in un senso volto a ritenere che meglio possano rispondere alle esigenze sottese all'istituto della lista consiliare i soli azionisti che l'hanno votata e non anche tutti gli altri, i quali, preso atto del successo di tale lista, hanno anch'essi interesse a selezionarne i componenti più meritevoli.

Una lettura della norma in tal senso, per poter legittimare un intervento regolamentare in termini, dovrebbe riposare su argomenti più solidi che tuttavia, per le ragioni che si diranno appresso, non sembrano giustificabili nell'attuale contesto legislativo, salvo un espresso intervento della norma primaria.

4. Non appare dirimente in tal senso, in primo luogo, l'argomento addotto da parte di alcuni interpreti, e fatto proprio dalla maggioranza di coloro che hanno risposto sul primo documento sottoposto a consultazione da codesta Autorità, che

fa riferimento all'esigenza di prevenire il "collegamento" tra liste, che risulterebbe distorsivo ai fini della corretta individuazione delle liste di minoranza in funzione della nomina degli amministratori tratti da queste ultime.

L'argomento è reso inconferente, nell'ipotesi in esame, dal fatto che la lista consiliare non si pone rispetto alle altre liste in un rapporto analogo a quello che sussiste tra le liste presentate da azionisti, che consente di misurare, rispetto a queste ultime, la partecipazione di un socio alla presentazione e alla votazione in termini tali da contaminare la lista.

Il collegamento in questione, come bene ha chiarito codesta Autorità nel citato primo documento di consultazione, "*viene in rilievo nell'ambito delle disposizioni che consentono la nomina di almeno un rappresentante delle minoranze (art. 147-ter, comma 3, richiamato dall'art. 147-ter.1, e nello stesso senso art. 148, comma 2, del TUF), condizionando tale possibilità all'assenza di rapporti di collegamento con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti*".

Quella del consiglio è una lista-compendio, una lista, cioè, di cui la prima votazione assembleare deve solo misurare la sua prevalenza, come tale, rispetto a quelle presentate da azionisti. Questo non basta a individuare nessun socio, *ex ante*, come riferibile a tale lista sì da integrare il primo presupposto del collegamento (il secondo consistendo nel fatto che lo stesso socio concorra *anche* alla formazione o alla votazione di altra lista).

Non si può ovviamente escludere che questo meccanismo consenta comportamenti coordinati fra azionisti strategicamente orientati a preferire questo o quello dei candidati della lista consiliare. Tuttavia, ciò non partecipa della stessa natura del collegamento fra liste, bensì rileva quale mera opportunità di una strategia di voto offerta dal fatto che il consiglio di amministrazione uscente ha scelto di presentare una propria lista. L'argomento non è perciò idoneo a restringere ai soli azionisti favorevoli alla lista consiliare la possibilità di partecipare alla votazione individuale sui relativi candidati.

5. Neppure sembra trovare fondamento, nell'attuale testo dell'art. 147-ter.1, TUF, la preoccupazione che, consentendosi di concorrere al voto sui singoli candidati della lista consiliare anche agli azionisti che abbiano votato una lista alternativa (e, secondo taluni, anche quelli che abbiano votato contro tutte le liste o si siano astenuti) si verificherebbe una duplicazione del diritto di voto.

Tale duplicazione del voto si verifica infatti per tutti gli azionisti, anche quelli che hanno votato a favore della lista consiliare. La duplicazione, in sé, non è dunque atta a discriminare tra azionisti favorevoli e azionisti contrari alla lista consiliare. Approvata quest'ultima come lista vittoriosa, la disposizione legislativa postula che la gara ricominci, aprendo al nuovo voto, e ammette concettualmente che ad esso possano partecipare tutti gli azionisti, richiedendosi un intervento del legislatore per delimitare la relativa legittimazione solo agli azionisti che hanno votato a favore della lista consiliare.

6. Non offre un argomento nel senso dell'ammissione al voto sui singoli candidati della lista consiliare dei soli azionisti che abbiano votato a favore della lista medesima neppure l'argomento secondo cui, anche nei casi in cui in base alla legge taluno dei soci veda il proprio voto inibito (conflitto di interesse, azioni della controllante possedute dalla controllata, azioni proprie, azioni in mano a soggetti che abbiano violato obblighi informativi, e così via), l'"assemblea" resta tale e quindi la deliberazione, cui pur non concorre il socio inibito, resta "assembleare".

Sembra piuttosto che proprio da quell'argomento si traggano più elementi a sfavore che non a favore della limitazione del voto ai soli azionisti che abbiano votato a favore della lista consiliare.

In tutti i casi sopra richiamati, infatti, la disposizione limitativa dell'esercizio del voto è testuale ed è, necessariamente, di rango legislativo, incidendo essa su un diritto e su una prerogativa altrimenti connessa con la qualità di socio, su cui solo la legge può intervenire.

Laddove invece, senza limitazioni, il legislatore abbia affidato una certa materia all'"assemblea", non appare consentito pervenire in via interpretativa alla configurazione di una inibizione di diritti e prerogative soggettive, la quale dipenderebbe oltretutto, nella fattispecie, non già da una situazione di incompatibilità preesistente in capo a questo o quell'azionista bensì dal fatto, del tutto imprevedibile *ex ante* e quindi, da questo punto di vista, "casuale", che l'azionista abbia o meno votato una lista diversa da quella consiliare, ovvero si sia astenuto o abbia espresso voto contrario su tutte le liste.

7. Da ultimo, senza una previsione di rango primario non sembra possa prevedersi in sede regolamentare che sulle singole candidature della lista consiliare si esprima la sola porzione di azionariato già espressasi a favore della lista medesima,

anche in considerazione del fatto che ciò consentirebbe l'elezione con il voto favorevole non degli azionisti favorevoli alla lista consiliare ma della semplice maggioranza di essi. Una simile implicazione rappresenta, sul piano giuridico, una modificazione organizzativa sostanziale che incide sul principio di maggioranza e richiede un'espressa previsione legislativa.

In contraddizione con i presupposti adottati dagli stessi fautori della tesi restrittiva, del resto, da una simile soluzione risulterebbe accentuato proprio quell'effetto distorsivo che si vorrebbe prevenire, che, cioè, la selezione entro la lista proposta dal consiglio uscente non sia condizionata dalla volontà di minoranze portatrici di interessi egoistici.

Tale preoccupazione è parimenti valida sia nel temere atteggiamenti opportunistici delle minoranze che hanno presentato una propria lista sia nel temere una designazione non da parte della maggioranza bensì della "maggioranza della maggioranza" dei votanti a favore della lista consiliare, dunque, anche in tal caso, di una minoranza azionaria.

Ciò, peraltro, con l'ulteriore implicazione che, a differenza della lista presentata dagli azionisti in ipotesi di maggioranza, per la cui elezione si richiederebbe la maggioranza dei voti assembleari, quando la presentazione della lista sia effettuata dal consiglio uscente basterebbe una soglia ridotta, in ipotesi perfino inferiore a quella raggiunta dalla lista di minoranza collocata dietro quella consiliare.

Non è compito di queste osservazioni valutare se tale effetto vada contrastato o meno. Quanto detto è sufficiente, tuttavia, a rafforzare il convincimento che un simile arbitraggio di interessi debba essere appannaggio del legislatore primario e non possa essere risolto in via interpretativa mediante l'intervento regolamentare.

Ringrazio per l'attenzione e invio deferenti saluti,

