

**CONSOB**  
**Divisione Studi e Regolamentazione**  
**Via G. B. Martini n. 3**  
**00198 ROMA**

**VIA SIPE**

Milano, 5 dicembre 2024

**Oggetto: Osservazioni al documento per la consultazione sulle disposizioni attuative dell'art. 147-ter.1 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, in materia di lista del consiglio di amministrazione**

Innanzitutto, desideriamo ringraziare codesta Spettabile Commissione per l'opportunità di presentare alcune osservazioni al documento per la consultazione pubblicato in data 20 novembre 2024 (il "**Documento di Consultazione**") contenente alcuni quesiti sull'ambito e sul contenuto dell'intervento regolamentare demandato a codesta Spettabile Commissione per dare attuazione alle disposizioni dell'art. 147-ter.1 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (il "**TUF**") in materia di presentazione della lista da parte del consiglio di amministrazione "uscente".

Accogliamo con favore l'iniziativa di instaurare un confronto pubblico sull'attuazione della disciplina sopra richiamata e apprezziamo l'opportunità che viene data agli operatori del "mercato" di contribuire alle valutazioni che la Commissione è chiamata a svolgere – financo per identificare il contenuto del proprio intervento regolamentare – in merito a una disciplina che richiede un deciso sforzo interpretativo in sede di adozione della normativa secondaria di attuazione affinché il risultante assetto normativo sia coerente con le finalità della Legge 5 marzo 2024, n. 21 (cd. "**Legge Capitali**").

Infatti, diversamente dall'auspicio della Legge Capitali di favorire la semplificazione e razionalizzazione della disciplina degli emittenti e del loro governo societario per renderla più aderente alle migliori prassi internazionali al dichiarato fine di attrarre capitali internazionali, molti commentatori hanno già rilevato come le disposizioni oggetto della presente consultazione generano complessità e peculiarità che, ove non adeguatamente declinate in sede di normativa secondaria, potrebbero segnalare una marcata diffidenza del legislatore nei confronti di tale istituto, ampiamente in uso e apprezzato anche in mercati generalmente ritenuti più evoluti di quello italiano.

Questa comunicazione è da considerarsi confidenziale, protetta dal segreto professionale e riservata ad uso esclusivo del solo destinatario.

Studio Legale Associato in associazione con Linklaters LLP è associato a Linklaters LLP, una società a responsabilità limitata iscritta presso il Registro delle Imprese di Inghilterra e Galles al numero OC326345. Il termine "socio" o "partner" è utilizzato per individuare un socio di Linklaters LLP o di uno studio ad essa associato ovvero un collaboratore o consulente con equivalente status. Un elenco dei soci di Linklaters LLP e dei professionisti con status equivalente (e delle loro rispettive qualifiche professionali) è a disposizione presso la sede legale di Linklaters LLP all'indirizzo One Silk Street, London EC2Y 8HQ, Inghilterra e sul sito [www.linklaters.com](http://www.linklaters.com). Un elenco dei soci di Studio Legale Associato in associazione con Linklaters LLP e dei professionisti con status equivalente è a disposizione all'indirizzo riportato nell'instestazione.

Per ulteriori informazioni sullo status giuridico della Società, Vi invitiamo a consultare la pagina web [www.linklaters.com/regulation](http://www.linklaters.com/regulation).

# Linklaters

Peraltro, quello della presentazione della lista da parte del consiglio “uscente” è indubbiamente un istituto che ha visto nel tempo una crescente diffusione nel mercato italiano, con relativo successo e in termini apprezzabili. A tali risultati ha significativamente contribuito l'intervento di codesta Spettabile Commissione mediante il richiamo di attenzione n.1/2022 che, ad avviso di chi scrive, ha delineato buoni presidi al meccanismo di formazione e presentazione della lista da parte del consiglio di amministrazione “uscente” per potenziarne la funzione di “aggregatore” di consensi e prevenire tanto i rischi di autopropagazione e autoreferenzialità dell'organo consiliare quanto quelli di elusione della normativa a tutela della rappresentanza delle minoranze in consiglio. Si ritiene che codesta Spettabile Commissione potrebbe cogliere l'occasione di questo intervento regolamentare per introdurre norme di dettaglio di carattere procedimentale (profilo lasciato sostanzialmente “in bianco” dalla norma primaria) coerenti con quanto espresso nel suddetto richiamo.

Inoltre, la peculiarità del meccanismo di elezione approvato dal legislatore con la Legge Capitali potrebbe sfociare in complessità pratico-amministrative di difficile soluzione, come ad esempio in materia di conferimento delle deleghe di voto o con riferimento alla composizione qualitativa dell'organo amministrativo, a cui codesta Spettabile Commissione può, a giudizio degli scriventi, porre eventualmente rimedio solo parzialmente in attesa di un ulteriore intervento del legislatore nazionale.

Tanto premesso, in questo breve documento non intendiamo analizzare nel dettaglio il contenuto e le questioni interpretative della novella già richiamate da codesta Spettabile Commissione e sviluppate da molti accademici, associazioni di categoria e rappresentanti del mercato; piuttosto, ci limiteremo a condividere con codesta Spettabile Commissione alcune nostre considerazioni e alcuni spunti per definire il contenuto del suo intervento regolamentare.

Le osservazioni che seguono non rappresentano necessariamente le posizioni dello Studio ovvero di alcun cliente dello Studio.

**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?**

Sia il Documento di Consultazione, sia i contributi dei molti accademici che si sono occupati dell'argomento hanno già ben inquadrato la questione interpretativa – una delle maggiori poste dalla nuova normativa – legata all'identificazione dei soci legittimati a partecipare alla seconda votazione sui candidati da trarre dalla lista del consiglio “uscente” che sia risultata vincente per numero di voti; a detti contributi rinviamo pertanto per la disamina della questione.

A nostro avviso, pur non essendo del tutto chiaro quale sia l'effettiva intenzione del legislatore al riguardo né l'ambito dell'intervento demandato a codesta Spettabile Commissione, riteniamo assai auspicabile un intervento di codesta Spettabile Commissione circa l'individuazione dei soci legittimati a partecipare alla seconda votazione della lista del consiglio “uscente” che sia risultata vincente per numero di voti, e ciò al fine di garantire un'attuazione della nuova normativa coordinata con le regole ed i principi già esistenti in materia.

Al riguardo, riteniamo che ai sensi della disposizione in commento siano legittimati a partecipare alla seconda votazione ed esprimere una preferenza “candidato per candidato” solo i soci che hanno votato a favore della lista del consiglio ed esclusi tutti gli altri. È dovere dell'interprete, a fronte di possibili diverse interpretazioni, scegliere quella che preserva la validità della norma; orbene, nel caso in esame, ogni diversa soluzione interpretativa sarebbe invece basata su di una

## Linklaters

lettura della norma che porterebbe alla sua invalidità, per palese violazione di principi cardine dell'ordinamento, come illustrato appresso.

Innanzitutto, consentire a soci che hanno votato a favore di altre liste (oppure non hanno proprio votato, e dunque non hanno espresso il proprio consenso) di esprimere preferenze su base individuale per i candidati della lista vincente sarebbe lesivo della parità di trattamento tra soci e discriminatorio nei confronti dei soci che hanno votato a favore della lista del consiglio "uscente" soltanto per avere votato a favore di tale lista. Non si prevede, infatti, un siffatto meccanismo per il voto degli azionisti che hanno votato un'altra lista che risultasse vincitrice. D'altronde, le liste, una volta presentate secondo tutte le regole previste per la loro formazione e presentazione, sono tra loro tutte uguali e tutte "legittime". Un eventuale disfavore nei confronti della lista del consiglio "uscente" non può manifestarsi a danno degli azionisti che l'hanno votata. E non si possono creare o assecondare meccanismi che inducono i soci a votare per l'una o per quell'altra lista. Dunque, un'interpretazione che ammettesse al voto tutti i soci, a prescindere dal voto espresso al "primo turno", risulterebbe illegittima in quanto violerebbe il principio di parità di trattamento tra soci e non escluderemmo pure principi di rango costituzionale.

È poi ovvio il principio per cui la lista vincitrice ha, appunto, vinto, e non si può surrettiziamente vanificare la volontà dei soci che l'hanno votata sottoponendo l'esito della votazione in maniera discriminatoria ad un riesame successivo. D'altronde, non ci sembra esservi una specifica ragione di *ulteriore* tutela dei soci che hanno presentato e/o votato altre liste non risultate vincitrici (o limitatamente vincitrici). Il voto di lista è volto a garantire la rappresentanza in assemblea delle minoranze, tutela che si esaurisce con l'esercizio del voto medesimo.

Altrettanto ovvia ci sembra la considerazione per cui ogni lista è caratterizzata dall'identità dei soggetti cui saranno devoluti gli incarichi apicali e la possibilità (anzi, l'alta probabilità) che essi possano essere rimossi con il voto dei votanti le liste concorrenti (unite nella loro opposizione alla lista vincente) potrebbe vanificare del tutto il voto di coloro che hanno votato la lista del consiglio e certamente avverrebbe ove la lista vincente avesse riportato la maggioranza relativa. Ciò – come osservato poc'anzi – risulterebbe in un diritto di voto (e di veto) di solo alcuni soci a danno degli altri, violandosi così i principi cardine del voto assembleare e di quelli in materia di elezione del consiglio di amministrazione (di cui tratteremo *infra*), del voto di lista e la parità di diritti tra i soci che appartengono alla stessa categoria.

Inoltre, una lettura diversa da quella qui prospettata è da escludersi anche per preservare la governabilità della società stessa, che potrebbe viceversa essere pregiudicata da comportamenti ostruzionistici o da manovre di disturbo da parte dei soci, da patti parasociali occulti o financo dal commercio del voto, circostanze che determinerebbero sia significativi rischi di collusione o di collegamento di fatto tra le liste, sia una significativa incertezza sui candidati che potrebbero essere eletti, in particolare quelli per posizioni di *leadership*, con conseguenti, gravi, ricadute sulla "compattezza" della composizione del consiglio nominato, la sua stabilità e l'(assenza di) unitarietà degli indirizzi gestori.

Viceversa, ammettere soltanto chi ha votato a favore della lista del consiglio che risulti vittoriosa garantirebbe addirittura una ancor maggiore qualità della lista perché consentirebbe di eliminare i candidati "sgraditi" ai votanti, dando loro una facoltà di "scelta individuale" o di "ripensamento" parziale (a seconda delle modalità di voto che si adotteranno) in merito a ciascuno dei candidati della lista da loro prescelta, dapprima solo globalmente e ora singolarmente.

Non solo. Questa è a nostro avviso la soluzione più lineare e coerente con la regola dell'art. 144-*sexies* del Regolamento Emittenti e con l'esigenza di evitare un effetto discriminatorio sui

# Linklaters

votanti la lista del consiglio, nonché una sostanziale duplicazione o abrogazione del voto legittimamente espresso in assemblea.

Sembra venire in soccorso dell'interpretazione preferibile pure la nozione di "collegamento" di cui all'art. 147-ter, comma 3, del TUF (che viene fatto salvo dal novello art. 147.ter.1) secondo cui l'amministratore di minoranza deve essere tratto da una lista che sia del tutto estranea (e dunque non "collegata" in alcun modo) con la lista di maggioranza. La nozione in parola non è tassativa e dunque ben potrebbe abbracciare anche situazioni in cui il collegamento avviene per essersi inseriti nella votazione "candidato per candidato" di liste per cui non si è votato a favore ed eventualmente concorrendo all'elezione di alcuni dei loro candidati.

Peraltro, la soluzione di intendere il "secondo turno" come una mera facoltà di "scelta individuale" o di "ripensamento" parziale (a seconda delle modalità di voto che si adotteranno) in merito alla lista da loro prescelta dapprima solo globalmente (quando è ancora "bloccata") e ora singolarmente (quando viene "sbloccata") ha il pregio di ridurre talune incertezze e complicazioni applicative che una diversa lettura della norma in commento comporterebbe, ad esempio con riferimento a:

- (i) la necessità di conciliare l'esito incerto della seconda votazione con il sistema di c.d. "*self-assessment*" della composizione qualitativa e quantitativa dell'organo amministrativo caro, tra gli altri, al Codice di Corporate Governance e alle Disposizioni di Vigilanza, nonché con la disciplina in materia di equilibrio tra generi;
- (ii) l'esigenza di coordinamento del doppio voto con la disciplina della raccolta di deleghe e del rappresentante designato;
- (iii) la necessità di disciplinare le modalità e i tempi di svolgimento del voto "candidato per candidato", che a nostro avviso – nel meccanismo che a noi risulta più congeniale – potrebbe "semplicemente" avvenire contestualmente all'espressione del voto sulla lista dando così al singolo azionista che abbia votato a favore di una determinata lista la facoltà di esprimere la propria preferenza sui singoli candidati di detta lista. D'altronde la lista del consiglio "uscente" sarà già più lunga rispetto ai posti in consiglio e consentirà ai soci che votano a favore di essa di scegliere quali sono i candidati più graditi.

Ammettere tutti i soci ad esprimere la propria preferenza sui candidati della lista del consiglio che sia vincente, oltre a basarsi su di una interpretazione inaccettabile della norma (per le ragioni predette), genererebbe una molteplicità di conseguenze pregiudizievoli, incongruenze, ed inconvenienti qui illustrati solo sommariamente (e quindi molti altri che commentatori più scientifici di noi rileveranno) che non sono di pronta soluzione e che contribuirebbero in maniera determinante a delineare un impianto altamente dissuasivo della presentazione della lista da parte del consiglio "uscente". Questa conseguenza, sebbene avrebbe impatti (si immaginano) limitati per via dell'azionariato concentrato di diverse società quotate italiane, rischierebbe di pregiudicare la percezione che gli investitori istituzionali hanno del nostro mercato, nonché la possibilità in futuro di incrementare il numero delle vere e proprie "public company" italiane, con il rischio di ingessare ulteriormente il nostro mercato dei capitali.

Tutto ciò detto, un intervento di codesta Spettabile Commissione in linea con quanto qui argomentato appare quanto meno opportuno al fine evitare problematiche interpretative ed assicurare una certa coerenza applicativa.

**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**

# Linklaters

**intervento regolamentare per precisare che un sistema proporzionale “puro” può essere adottato in via statutaria?**

**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?**

Tratteremo congiuntamente le nostre osservazioni alle domande n. 2 e 3.

La lettera b) del terzo comma del nuovo art. 147-ter.1 è di ancor più complessa interpretazione e, tra le altre, pone la questione interpretativa descritta nel Documento di Consultazione della scelta – da operare, curiosamente, soltanto nel caso in cui la lista del consiglio “uscente” sia risultata vincente e le prime due liste di “minoranza” abbiano raccolto voti in misura superiore al 20% – tra un sistema “elettorale” per la nomina del consiglio di amministrazione proporzionale “assoluto” o “puro” e uno maggioritario con proporzionalità “limitata” alla nomina degli amministratori in “quota” alla minoranza. Come è intuibile, ancorché recenti analisi sui risultati storici delle votazioni rivelino che la questione può avere, ad oggi, effetti significativi in relazione a poche società quotate, non si tratta di un aspetto di poco conto.

Rinviando al Documento di Consultazione e ai contributi di molti accademici, ben più qualificati degli scriventi, per un’accurata disamina degli indirizzi interpretativi che si sono formati sulla disposizione in commento, desideriamo in questa sede limitarci a contribuire allo sforzo richiesto a codesta Commissione osservando quanto segue.

Sul piano sistematico, il principio generale che vige nel nostro ordinamento in materia di *quorum* deliberativo assembleare è che le delibere si assumono a maggioranza (anche qualificata, ove previsto) dei presenti, anche se si permettono norme particolari per l’elezione del consiglio o di alcuni dei suoi membri. Il meccanismo del “voto di lista” e, ancora di più, la regola che impone di riservare almeno un posto in consiglio alla prima lista di minoranza sono una di queste norme particolari e dunque rappresentano un’eccezione.

A nostro avviso tale “eccezionalità” deve necessariamente attribuirsi anche alla nuova regola – prevista solo per l’elezione dei rappresentanti delle minoranze nel caso di lista del consiglio “uscente” che risulti vittoriosa – per cui il 20% (o almeno il 20%, o massimo il 20%, comunque la si voglia leggere) dei posti in consiglio spetta alle liste di minoranza: ne consegue, tra le altre cose, che il tutto va interpretato restrittivamente, senza lasciarsi ammaliare da analogie o interpretazioni estensive, che nel contesto non ci sono permesse.

Una lettura della norma che suggerisca un sistema proporzionale “puro”, a nostro avviso, pare poco coerente con tale impianto e rivelerebbe una decisione a dir poco clamorosa – anche considerando che il meccanismo “maggioritario” è di gran lunga il più diffuso tra gli statuti degli emittenti (che dunque andrebbero massicciamente riadattati) – e senz’altro da esplicitarsi, se non altro per le ovvie conseguenze sulla ingovernabilità della società e imprevedibilità del risultato elettorale (anche con riferimento al numero di amministratori che spettano alle minoranze, prima ancora che sui candidati che saranno eletti).

Semplicità, prevedibilità, ragionevolezza, coerenza con il principio maggioritario, sono tutti aspetti che, tutto sommato, caratterizzano la disciplina – generale – del meccanismo del voto di lista e ci sembrerebbe paradossale che una norma pensata per una situazione ritenuta “speciale” possa comportare un significativo scostamento da queste caratteristiche.

Sempre a nostro avviso, è invece preferibile prediligere l’interpretazione per cui si prevede, in assenza di diversa previsione statutaria, un sistema proporzionale “limitato” o “relativo” (con posti

## Linklaters

per minoranze nella misura fissa del 20%) per lo scenario in cui la lista del consiglio “uscente” sia risultata vincente e le prime due liste di “minoranza” abbiano raccolto voti in misura superiore al 20%.

Questa lettura non solo previene il verificarsi di quegli scenari paradossali elaborati dai commentatori che un sistema proporzionale “puro” potrebbe determinare (e che peraltro recenti studi empirici dimostrano che, seppur in misura limitata, potrebbero effettivamente verificarsi), ma appare più coerente con il tenore letterale della norma, cui occorre attenersi.

Il testo in oggetto, infatti, dispone che il meccanismo di assegnazione proporzionale riguardi i componenti del consiglio di amministrazione “*di competenza delle minoranze*”, non l'intero consiglio, e che esso operi con riferimento “*ai voti ottenuti [soltanto] dalle liste di minoranza...*” e non a quelli ottenuti da tutte le liste o dalla lista del consiglio “uscente”, così suggerendo che il confronto per la ripartizione proporzionale debba essere svolto soltanto tra le liste di minoranza (che abbiano conseguito almeno il 3% dei voti) e dunque rilevi limitatamente alla ripartizione dei seggi spettanti alla minoranza.

La precisazione di quali e quanti siano tali seggi potrebbe essere oggetto dell'intervento di codesta Spettabile Commissione. A tal proposito, a nostro avviso, la norma in oggetto non può che leggersi in combinato disposto con le restanti norme del TUF, tra cui, in particolare il punto 1) della lettera b), del terzo comma del nuovo art. 147-*ter*.1 del TUF e l'art. 147-*ter*, comma 3, del TUF., e dunque applicarsi come segue:

- (i) in assenza di specifiche previsioni statutarie, i “componenti di competenza delle minoranze” debbono rappresentare, in misura fissa, il 20% dei membri del consiglio. Questa lettura implicherebbe una lettera combinata dei punti 1) e 2) della lettera b);
- (ii) qualora lo statuto riservi una quota alle liste di minoranza (che comunque non potrà essere inferiore al 20%), dalle liste di minoranza verranno eletti, secondo il metodo proporzionale, tanti consiglieri fino alla quota di “competenza delle minoranze” prevista dallo statuto (che potrà quindi identificare la misura adeguata, caso per caso).

Naturalmente, nell'ipotesi sub (ii), sembrerebbe restare ferma la possibilità di prevedere in statuto un meccanismo proporzionale “puro” (ferme le regole sulla rappresentanza “minima”). D'altronde, per un verso, la legge contempla che lo statuto disciplini il voto di lista in modo più favorevole per i soci di minoranza e, per un altro verso, ci risulta che nella prassi italiana siano già conosciute, ancorché poco diffuse, previsioni che incorporano regole elettorali, in tutto o in parte, “proporzionali”, anche quale conseguenza della specifica composizione dell'azionariato o delle sue origini storiche. In ogni caso, si dovrebbe intervenire nello statuto per disciplinare le regole degli arrotondamenti, in assenza di disciplina esplicita nella nuova legge.

Pur convinti che l'interpretazione sopra descritta sia l'unica coerente con i diversi principi in materia di elezione del consiglio di amministrazione, agli scriventi non sembra scontato ritenere che codesta Spettabile Commissione abbia il potere per intervenire nel senso indicato nella domanda numero 2. Si tratterebbe, infatti, di un intervento non “attuativo” bensì “interpretativo” di natura generale ed astratta che ci pare esuli dai poteri e dall'ambito della delega che il legislatore ha conferito a codesta Spettabile Commissione sia con riferimento alla normativa in oggetto sia più generalmente nel TUF. Naturalmente ben potrebbe codesta Spettabile Commissione intervenire con riferimento a specifiche e concrete fattispecie nell'ambito dell'esercizio dei propri poteri di vigilanza laddove lo ritenesse opportuno.

Quanto agli altri profili sottesi alla domanda numero 3 riteniamo utile chiarire che, in linea con quanto già avviene (i) in presenza di liste c.d. “lunghe” tali liste debbano garantire il rispetto

# Linklaters

dell'equilibrio dei generi e la composizione quali-quantitativa; e (ii) vista la quota minoritaria riservata alle liste di minoranza e tenuto conto dell'assenza di ulteriori previsioni normative che pongano ulteriori limiti alla nomina di consiglieri di minoranza, l'equilibrio dei generi e la composizione quali-quantitativa sia garantita mediante eventuali modifiche alla lista del consiglio "uscente" ove questa sia risultata prima per numero di voti.

In presenza di statuti che adottino il c.d. "proporzionale puro", ad essi sarà demandata anche la definizione delle norme volte a consentire il rispetto dei principi in materia di equilibrio dei generi e adeguata composizione quali-quantitativa dell'organo amministrativo.

\*\*\*

Restiamo a disposizione di codesta Spettabile Commissione per fornire qualsiasi chiarimento in merito alle osservazioni contenute nel presente documento.

Con osservanza,

Avv.ti Roberto Casati / Ugo Orsini / Francesco Eugenio Pasello / Matteo Tabellini / Marta Fusco