

TREVISAN & ASSOCIATI

STUDIO LEGALE

Viale Majno, 45 • 20122 Milano

Tel. +39 (0)2 8051133 • Fax +39 (0)2 8690111 • e-mail: mail@trevisanlaw.it

sito: <http://www.trevisanlaw.it>

Spett.le

CONSOB

Divisione Studi e Regolamentazione

Via G. B. Martini, n. 3

00198 - ROMA

Via SIPE - Sistema Integrato Per l'Esterno

Milano, 5 dicembre 2024

Oggetto: Disposizioni attuative dell'art. 147-ter.1 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, in materia di lista del consiglio di amministrazione.

Spett.le Commissione,

in relazione alla tematica in oggetto e ringraziando dell'opportunità di questa consultazione, si riportano, di seguito, le nostre osservazioni circa la possibile adozione da parte di codesta Autorità di Vigilanza di norme regolamentari di attuazione delle disposizioni di cui all'articolo 147-ter.1 del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 ("TUF"), come introdotto dal comma 1 dell'articolo 12 della Legge 5 marzo 2024, n. 21 ("Legge Capitali").

Con tale disposizione, sono state previste una serie di norme stringenti in ordine alla facoltà per le società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati ("Emittenti") di introdurre e/o mantenere nel proprio statuto disposizioni atte a regolare la presentazione, da parte del Consiglio di Amministrazione uscente, di una lista di candidati per il proprio rinnovo, al pari dei soci detentori di una partecipazione qualificata.

In merito, si ricorda come la proposta del Governo, recante la riforma di talune disposizioni legislative riguardanti il mercato finanziario, non contenesse, inizialmente, alcun riferimento a tale materia, proprio sul presupposto che, da un lato, (i) l'autodisciplina delle Emittenti di cui (i.i) alle formule statutarie afferenti a detta tematica e (i.ii) al Codice di Corporate Governance (gennaio 2020, Art. 4, Raccomandazione 19, lett. d)), dall'altro, (ii) il recente "Richiamo di Attenzione" emanato da codesta spett.le Autorità e, quindi, (iii) la prassi all'uopo diffusasi, fossero di per sé sufficienti ad assicurare i presidi occorrenti a evitare distorsioni nell'ambito della presentazione di una lista di candidati, anche da parte del Consiglio di Amministrazione uscente.

Nell'ambito della disamina da parte della Commissione del Senato del corpo normativo proposto dal Governo, tuttavia, sono stati introdotti – in risposta a diversi interessi – alcuni emendamenti proprio su tale tematica, con l'intento di incidere in modo significativo sul quadro disciplinare vigente ed introdurre specifiche regole procedurali che, in alcuni passaggi, costituiscono un *unicum* della disciplina sulla nomina degli organi gestori, anche a livello internazionale, in quanto mai sperimentate e neppure ipotizzate in altri ordinamenti giuridici.

Prima di affrontare le peculiari questioni interpretative che ineriscono alla lettura del nuovo art. 147-ter.1 del TUF, giova osservare come il c.d. "voto di lista" ("Voto di Lista") – introdotto nel 1994 – si sia rivelato un importantissimo strumento di miglioramento della struttura di governance delle società quotate nell'ambito del nostro mercato finanziario. In particolare, questo sistema di elezione – per come, poi, è stato in concreto implementato dalle Emittenti – ha consentito agli investitori istituzionali italiani ed internazionali di assicurare la nomina di candidati indipendenti da loro proposti, garantendo una più efficace *Board diversity*, in linea con le *best practices* internazionali e secondo modelli di elezione che si stanno sviluppando anche in altri mercati finanziari¹.

Il Voto di Lista persegue, dunque, il soddisfacimento delle diverse esigenze di trasparenza, responsabilizzazione e *disclosure*, quali elementi essenziali per una migliore protezione degli investimenti medesimi. In tale contesto, l'esperienza empirica ed il ruolo svolto dal Comitato dei Gestori di Assogestioni ha fatto sì che di detto strumento non se ne facesse alcun abuso nel nostro ordinamento.

Negli anni più recenti, inoltre, come osservato da codesta spett.le Autorità, un crescente numero di società italiane ha inserito nel proprio statuto la facoltà per l'organo amministrativo in scadenza di presentare una propria lista di candidati per il rinnovo del medesimo organo, specialmente nelle società ad azionariato diffuso, che non hanno più soci in grado, da soli, di determinare l'esito del voto

¹ Tra questi, negli Stati Uniti, ove è in crescita l'adozione volontaria del c.d. *proxy access by-laws rules*, che permette agli azionisti che rispettino alcuni requisiti di presentare propri candidati per l'elezione nel *Board*, riservando loro una parte dei posti disponibili. Ulteriori esperienze si possono, inoltre, annoverare altresì in Germania, Francia, Israele, Brasile, Portogallo, e Russia.

assembleare. Nell'ambito di tale processo, si è sempre, comunque, consentito agli investitori istituzionali di poter presentare proprie candidature, per assicurare la presenza di amministratori indipendenti nel Board, senza che vi fossero poteri di veto da parte dei consiglieri in scadenza.

A tal proposito, nell'ottica di gestire in modo più trasparente il processo di formazione e di presentazione di una lista da parte del Consiglio di Amministrazione e di ridurre i rischi di:

- (i) autoreferenzialità e autopetruazione;
- (ii) scarsa trasparenza nella selezione delle candidature, specie in società a proprietà concentrata e/o in presenza di azionisti di controllo;
- (iii) collegamento tra liste,

merita far riferimento al Richiamo di Attenzione, emanato da codesta spett.le Autorità in data 21 gennaio 2022. Le osservazioni e raccomandazioni ivi contenute sono risultate nel complesso apprezzabili, in quanto finalizzate a consentire una gestione più trasparente del processo di formazione e presentazione di tale tipologia di liste.

Detti principi e *iter* procedurali si ritiene si dovrebbero applicare – mutatis mutandis – anche nell'ambito della formazione e presentazione delle c.d. liste di “maggioranza” anche da parte degli azionisti. Con ciò, intendiamo riferirci a tutte le ipotesi in cui vengono presentate liste i cui candidati – se eletti – rappresenterebbero numericamente la maggioranza dei componenti dell'organo di gestione.

Nel contesto testé descritto, la disciplina di cui all'art. 12 della Legge Capitali (“*Lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate*”) ci pare, per contro, introduca *iter* procedurali e meccanismi che si traducono in vere e proprie limitazioni e/o ostacoli alla possibilità per il Consiglio di Amministrazione medesimo di presentare una propria lista. Quanto ivi contemplato – oltre a rappresentare, come già precisato, un unicum nel contesto internazionale – crea obbiettive situazioni di incertezza, accrescendo oltremodo la complessità del voto assembleare in tema di nomina degli organi sociali.

Di seguito, saranno enucleati gli aspetti di maggiore criticità, nell'ambito dei quali una più approfondita riflessione potrà essere espletata anche in relazione ai profili segnalati da codesta spett.le Autorità nell'ambito della pubblica consultazione di cui all'oggetto.

In primo luogo, la disposizione in esame prevede che il Consiglio di Amministrazione uscente possa deliberare sulla presentazione della lista per il rinnovo del medesimo organo con il solo voto favorevole di una maggioranza qualificata, pari ad almeno i due terzi dei suoi componenti. Si tratta di un intervento legislativo deputato ad incidere in misura assai rilevante sul sistema decisionale dell'organo di amministrazione e che, al contempo, potrebbe risultare incoerente con le scelte operate dal legislatore italiano medesimo su temi altrettanto importanti e delicati. Tra questi, ad esempio, le

deliberazioni sulle operazioni in conflitto di interesse o con parti correlate, per i quali è stato, invece, confermato solo il criterio della maggioranza assoluta dei presenti, (salvo diversa disposizione statutaria). Tale meccanismo assegna agli amministratori uscenti, ancorché in minoranza (un terzo) rispetto all'intera compagine dei suoi componenti, un incisivo potere di veto. Nell'ipotesi in cui tali amministratori non fossero neppure deputati ad essere ricandidati, ciò potrebbe favorire l'insorgenza di situazioni di conflitto di interessi e/o comunque di minor trasparenza e linearità nell'iter decisionale di verifica ed approvazione delle nuove candidature. In altre parole, questa minoranza avrebbe una significativa influenza sulla maggioranza dell'organo amministrativo uscente, potendone condizionare le scelte, specie sull'introduzione di candidati nell'ambito della lista medesima, che potrebbero non rispondere all'interesse sociale. Ciò, in particolare, quando l'iter seguito fosse stato accompagnato da raccomandazioni di un advisor esterno indipendente, dalle elaborazioni di un Comitato Nomine e Remunerazione e stante l'evidenza di una convergenza della maggioranza dei consiglieri uscenti sulle nuove candidature proposte. Da qui, forse, l'esigenza di presidiare, anche a livello regolamentare, alle criticità che, sotto tale profilo e nell'ambito del processo decisionale di tipo consiliare, potrebbero derivare dall'applicazione della norma nei termini sopra rappresentati.

In secondo luogo, la disposizione in esame prevede che la lista del Consiglio di Amministrazione – e solo quella – debba recare un numero di candidati pari al numero dei componenti da eleggere, maggiorato di un terzo. Ciò, si ritiene ingeneri *ab origine* un'altra indesiderabile aleatorietà nella composizione quanti-qualitativa dell'organo amministrativo finale, tale da pregiudicare la coerenza e compattezza complessiva delle sue stesse candidature. Il Consiglio di Amministrazione, da una parte, infatti, dovrebbe selezionare candidature che rispecchino la composizione quali-quantitativa del medesimo organo – come, precedentemente, decisa e resa nota agli azionisti – per poi, dall'altra, aggiungere dei “doppioni” di candidature, solo in via solo “parziale”, ipotizzando anche uno stravolgimento della predetta composizione quali-quantitativa. Invero, tale meccanismo – che, purtroppo, la norma impone – si ritiene possa pregiudicare in maniera significativa altresì la preliminare attività di identificazione e selezione dei profili e delle competenze professionali, la cui presenza sia ritenuta necessaria per assicurare la migliore composizione dell'organo amministrativo medesimo. Risulterebbe, infatti, almeno in parte compromesso lo stesso reclutamento di candidati di elevato standing nell'ambito di una lista sovrabbondante, ove alcuni dei candidati – tra cui anche quelli chiave (ad esempio, *Chairman* e/o CEO) – non potrebbero avere la ragionevole certezza di essere effettivamente eletti, quand'anche la lista del Consiglio di Amministrazione risultasse essere la più votata. Ciò, senza considerare che per quelli c.d. “aggiunti” non sarebbe dato di stabilire alcun criterio di selezione, a valere quali “doppioni” di candidature o, meglio, di “competenze” (ad esempio, *expertises* in materia finanziaria, legale, etc.), ferma restando la difficoltà di reperire candidati di

elevato *standing* definibili “ombra” o “di riserva”. In relazione a ciò, deve poi considerarsi come non tutti gli azionisti – specie quelli piccoli (persone fisiche) e/o quelli esteri (fondi di investimento internazionali) – potrebbero essere in grado di comprendere tale “sovrabbondanza” di candidature e “sovrapposizione” di “competenze” – incoerente rispetto ad un’ottimale composizione qualitativa del Consiglio di Amministrazione. Essa, infatti, non sarebbe conseguenza di una scelta volontaria (a quel punto, poco giustificabile) di detto organo, quanto, piuttosto, soltanto il frutto di un’ottemperanza ad un obbligo di legge (peraltro, previsto soltanto per le liste proposte dallo stesso Consiglio di Amministrazione e non anche per quelle dei soci). In tal senso, si ritiene, pertanto, utile prevedere, a livello regolamentare, un richiamo alla necessità di assicurare un’adeguata informativa agli azionisti – su tali meccanismi – per dar conto di come le suddette deviazioni rispetto ai modelli standard – internazionalmente riconosciuti – siano solo conseguenza dell’applicazione degli obblighi di legge.

In terzo luogo, potrebbe essere utile prevedere a livello regolamentare un richiamo alla necessità di assicurare un altrettanto adeguata informativa in ordine alle ragioni sottostanti alla necessità di procedere ad una doppia votazione sulle candidature proposte, allorché la lista di “maggioranza” del Consiglio di Amministrazione uscente sia quella più votata. Tale incongruenza appare, infatti, ancora più evidente laddove si prospetti l’ipotesi – del tutto plausibile – che le liste in compendio per la maggioranza dei posti in Consiglio siano due: l’una, presentata dal Consiglio di Amministrazione uscente e l’altra presentata da uno o più soci che intendano modificare gli assetti di *governance* della società (i voti espressi sulla lista del C.d.A. non avrebbero, infatti, lo stesso “peso” di quelli espressi sulla lista del socio antagonista). Anche sotto tale profilo, infatti, è possibile prevedere una significativa difficoltà di comprensione – in capo ai piccoli azionisti e/o a quelli facenti capo ad altri ordinamenti – della necessità di una doppia votazione – la cui finalità è, invero, poco chiara – implicando, al contempo, un’irragionevole differenziazione rispetto a quanto previsto per le altre liste di “maggioranza” proposte, invece, dai soci. Tale impostazione implica, infatti, che le candidature dei consiglieri uscenti – per quanto risultate essere le più votate dall’intera compagine sociale presente in assemblea – debbano essere valutate con “sospetto” e, pertanto, sottoposte al doppio vaglio di verifica del voto assembleare (senza considerare come ciò comporti la prospettazione di non trascurabili profili di incostituzionalità della medesima disposizione). Sul punto, si fa poi rinvio a quanto di seguito precisato in sede di commento ai quesiti n. 1 e 5 relativamente alle istruzioni di voto per delega conferite al Rappresentante Designato *ex art. 135-undecies* TUF.

Ciò premesso e passando all’analisi più specifica dei quesiti posti da codesta spett.le Autorità, quanto alla domanda n. 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?”, si ritiene opportuno precisare come tali interventi possano risultare certamente opportuni ed utili. Appare, infatti, altamente auspicabile che l’Autorità medesima possa fornire un univoco indirizzo interpretativo della disposizione in esame, nel senso di avvallare quello che risulta essere l’unico orientamento ermeneutico compatibile con l’impianto normativo vigente, secondo cui legittimati a votare nella seconda votazione individuale sarebbero esclusivamente i soci che abbiano votato per la lista del Consiglio medesimo.

A tale riguardo, si pensi, ancora, all’ipotesi – già sopra riportata (e, ultimamente, tutt’altro che infrequente) – in cui, in relazione alla nomina dell’organo amministrativo, siano presentate due liste concorrenti, l’una, da parte del Consiglio di Amministrazione uscente e l’altra, da parte del socio che intenda cambiare radicalmente la governance dell’Emittente – quale, ad esempio, un c.d. fondo attivista. Orbene, nell’ipotesi in cui chiamati ad esprimersi nell’ambito della seconda votazione fossero tutti i soci, ciò implicherebbe un inammissibile condizionamento da parte dei soci promotori di una lista alternativa sulla nomina e “composizione” dei candidati della lista del Consiglio di Amministrazione risultata vincitrice dal confronto (mentre non varrebbe il contrario). Questo comporterebbe, di fatto, la doppia votazione su candidati presentati in due liste differenti, il che, ci pare, configuri un’ipotesi di collegamento tra liste, in violazione della disposizione dell’art. 144-sexies, comma 6, del Regolamento Emittenti, non oggetto di riforma.

Allorché, inoltre, si aderisse alla tesi secondo la quale alla seconda votazione sui singoli candidati possano partecipare tutti i soci presenti in assemblea (e non solo quelli che abbiano già votato per la lista del C.d.A.), detto meccanismo avrebbe l’ulteriore conseguenza di rendere estremamente caotico l’esercizio del voto da parte degli azionisti “terzi” rispetto alla “contesa” – quali potrebbero essere piccoli azionisti o investitori istituzionali italiani ed esteri (che votino a distanza, per delega o con voto elettronico). In tal senso, si pensi, infatti, al caso in cui, a fronte della presentazione di tre liste (di cui, l’una, presentata dal Consiglio di amministrazione uscente; l’altra, presentata da un fondo “attivista”; l’altra ancora, presentata dagli investitori istituzionali “di minoranza”), la lista presentata dal Consiglio di Amministrazione risulti quella maggiormente votata. Orbene, in tale ipotesi, si procederebbe – nella prospettiva di un’interpretazione estensiva della norma – alla (ulteriore) votazione individuale su ciascun singolo candidato da parte di tutti coloro che, in seno alla precedente votazione, avessero, invece, espresso la propria preferenza per taluna delle ulteriori due liste. Ne conseguirebbe che qualsiasi azionista, conferendo delega o votando elettronicamente a distanza per una delle tre liste, dovrebbe, comunque, contestualmente esprimere il proprio voto anche per ciascuno dei candidati della lista del Consiglio con istruzioni condizionate, da attivarsi a seconda dei diversi e molteplici scenari che si potrebbero prospettare. Di tale complessissimo incrocio si parlerà a breve,

nella sezione dedicata alla risposta al quinto quesito posto da codesta spett.le Autorità, ma appare chiaro sin da ora come – anche sotto un profilo tecnico – l’interpretazione estensiva della norma, nei termini sopra rappresentati, non sembri corretta, né risponda ad un ordinato svolgimento dell’*iter* di elezione dei componenti dell’organo amministrativo di un’Emittente.

Quanto al quesito posto da codesta spett.le Autorità alla domanda n. 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?*”, va, anzitutto, rilevato come anche questa previsione legislativa sia totalmente inedita nel panorama del diritto societario e finanziario, anche a livello interazionale, creando incertezza e commistione tra il ruolo che dovrebbe svolgere una lista di maggioranza e quello che deve svolgere una lista di minoranza, specie se quest’ultima lo “diventi” per effetto di una “competizione” persa tra liste di “maggioranza”, di cui una sia quella del Consiglio di Amministrazione uscente.

In ogni caso, per quel che concerne l’ipotesi contemplata da codesta spett.le Autorità nell’ambito del predetto quesito, si ritiene fortemente auspicabile un intervento regolamentare che precisi come un sistema proporzionale “puro” possa essere adottato soltanto se previsto in via statutaria (diversamente operando quello della proporzionalità “relativa” o “limitata”).

La tesi, ivi sostenuta, della proporzionalità “relativa”, in forza della quale alle liste di minoranza viene ad essere attribuita solo una quota (massima) stabilita di posti in Consiglio, per quanto in misura non inferiore al 20% dei componenti da eleggere, (come previsto espressamente nel primo scenario), trova, infatti, fondamento – come rilevato dalla dottrina all’uopo citata da codesta spett.le Autorità – nell’esigenza di limitare i rischi di ingovernabilità, oltre che di maggiore imprevedibilità sugli esiti dell’elezione del Consiglio di Amministrazione, che potrebbero, invece, derivare dall’applicazione del diverso criterio di proporzionalità “pura”. Quest’ultimo, non riconoscendo premi di maggioranza alla lista (del C.d.A.) risultata prima, potrebbe non garantire alla stessa la designazione della maggioranza dei consiglieri nei casi in cui essa non ottenga la maggioranza assoluta dei voti assembleari, snaturando (in senso unidirezionale e non bidirezionale) il principio di voto maggioritario relativo allo stesso fondamento del Voto di lista (principio applicabile anche nelle competizioni elettorali).

Quanto al quesito posto da codesta spett.le Autorità alla domanda n. 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?*”, la posizione qui espressa è che la disciplina in tale materia, (ivi compresa l’eventuale adozione del metodo dei quozienti), potrebbe,

forse, essere demandata all'autonomia statutaria. Invero, nel caso in esame, in considerazione delle svariate casistiche che potrebbero profilarsi nell'alternanza ed intersecazione tra le liste e i relativi singoli candidati, rimettere al regolatore l'onere di interpretare e disciplinare tutte e ciascuna di queste possibili combinazioni di dettaglio (anche in ragione delle possibili diverse formulazioni a livello statutario) implicherebbe un'analisi forse eccessiva ed ultronea rispetto agli scopi della disciplina regolamentare medesima nel suo complesso, considerato anche quanto nelle prassi statutarie si è già all'uopo consolidato.

Quanto al quesito posto da codesta spett.le Autorità alla domanda n. 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 ritiene opportuno richiamare le deduzioni già svolte in relazione al quesito n. 3, ovvero l'opportunità di rimettere, da ultimo, all'autonomia statutaria la definizione, in concreto, delle specifiche misure idonee a garantire l'equilibrio di genere. Ciò, proprio in considerazione della medesima variabilità casistica già evidenziata nel paragrafo che precede, la quale renderebbe poco percorribile – a livello regolamentare – un'esauritiva trattazione della materia. In definitiva, essendo la disposizione legislativa di riferimento – per come formulata, quanto a scopi, complessità e difficoltà di applicazione – un *unicum* che non trova precedenti in nessun'altro ordinamento giuridico, difficilmente la disciplina regolamentare potrebbe riuscire a supplire – se non con riferimento a delle macro-aree, come sopra e sotto evidenziate – alle incertezze interpretative che ne derivano, demandandosi, dunque, all'autonomia statutaria la soluzione delle numerose problematiche circa l'applicazione pratica di tale corpo normativo.

Si ritiene, invece, di poter dare risposta positiva al quesito posto da codesta spett.le Autorità alla domanda n. 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?”*. Ciò, in ragione di quanto già sopra evidenziato circa la necessità di dare compiuta informativa agli azionisti in ordine alla complessità del voto e delle variabili ad esso connesse nel contesto di riferimento.

A livello regolamentare, dovrebbe, infatti, essere chiarito come, ogni qual volta il Consiglio di Amministrazione, nel convocare una c.d. assemblea “a porte chiuse”, con il ricorso esclusivo al conferimento di deleghe al Rappresentante Designato, presenti, al contempo, una lista di candidati per il proprio rinnovo, debbano essere assicurati ulteriori adeguati presidi informativi funzionali alla raccolta delle istruzioni di voto da parte di tale Rappresentante.

Se, infatti, si aderisse all'interpretazione estensiva della norma – come sopra richiamata – e si facesse riferimento al caso – già menzionato – della presentazione di tre liste (di cui, l'una, presentata dal Consiglio di amministrazione uscente, ad es. composta da 12 candidati; l'altra, presentata da un socio "attivista", ad es. anche questa composta da 12 candidati; l'altra ancora, presentata dagli investitori istituzionali "di minoranza", ad es. composta da 3 candidati, quali, in ipotesi, fossero i posti in Consiglio riservati alla minoranza), la compilazione delle istruzioni di voto dovrebbe essere adeguatamente illustrata agli azionisti.

Anzitutto, un azionista che abbia espresso la propria preferenza per la lista di maggioranza del Consiglio di Amministrazione uscente, dovrebbe poi essere messo nelle condizioni di esprimere anche il proprio voto non solo sui "primi" 12 singoli candidati di tale lista, ma anche sugli "ulteriori" 4 candidati di "riserva", ivi elencati. Quindi, dovrebbe esprimere almeno 16 preferenze.

E non solo: posto che la disposizione in esame, al comma 3°, prevede: *"Qualora sia presentata la lista di cui ai commi 1 e 2: a) se la lista del consiglio di amministrazione uscente risulta quella che ha ottenuto il maggior numero di voti, dalla medesima lista è tratto, in base al numero di ordine progressivo con il quale i candidati sono elencati, il numero dei consiglieri spettanti secondo quanto precisato alla lettera b) (n.b. 16 e non quelli eleggibili), con le seguenti modalità: 1) l'assemblea procede a un'ulteriore votazione individuale su ogni singolo candidato (n.b. in che ordine? Ci si immagina quello della lista); 2) i candidati sono ordinati sulla base del numero di voti da ciascuno di essi ottenuto dal più alto al più basso; 3) risultano eletti i candidati che abbiano ottenuto i maggiori suffragi, in ragione dei posti da assegnare;(enfasi aggiunta)"* – nel caso alla votazione partecipino anche gli altri soci che abbiano votato o presentato le altre liste – egli dovrebbe anche avere il diritto di poter esprimere anche il proprio voto condizionato solo su alcuni di questi candidati. Ad esempio, laddove si procedesse alla votazione del 2° candidato della Lista del Consiglio di Amministrazione e questo conseguisse un numero di voti inferiore (per effetto del voto contrario del fondo attivista) a quelli attribuiti agli altri candidati sino a quel momento votati, ad es. 5 (con presumibile retrocessione nella graduatoria "finale"), potrebbe essere interesse del medesimo azionista non supportare più i successivi candidati nella lista dal 6° in poi e, così, cercare di "arginare" l'accentuarsi di tale "retrocessione" (e, in definitiva, della possibile esclusione dalla nomina). Parimenti – al verificarsi di tale situazione – potrebbe essere di interesse per tale azionista supportare, con un cambio di voto, la candidatura di uno dei 4 amministratori di "riserva", onde farlo salire in "graduatoria" rispetto agli altri, avendo questi delle *expertises* professionali sovrapponibili a quelle del candidato che - per lo strumentale mancato apporto di voti favorevoli del fondo attivista - avrebbe poche *chance* di essere eletto e ciò, al fine di non creare doppioni di "competenze" tra i candidati eletti. Da qui, dunque, un

complessissimo meccanismo di riserve di voto condizionato che non si ritiene di dover e poter descrivere per ragioni di sintesi.

Diversamente, poi, se lo stesso azionista dovesse decidere di dare istruzioni di voto a favore di tutti e 16 i candidati della lista di “maggioranza” del Consiglio di Amministrazione uscente (come verrebbe istintivo a qualsiasi azionista che appoggi tale lista) e tutti i soci votanti tale lista seguissero un tale orientamento, l’ordine della lista finale dei 16 candidati da cui, poi, trarre gli amministratori eleggibili (nel nostro esempio, 9 su 12, posto che 3 sarebbero riservati alle “minoranze”) sarebbe conseguenza del voto in tal caso determinante del socio attivista di cui alla lista “concorrente” (risultata seconda, o anche terza, per numero di voti). Ciò comporterebbe la possibilità che, ad esempio, le candidature al ruolo di Presidente (di solito, poste in cima alla lista) e/o quella dell’Amministratore delegato (di solito, inserita al secondo posto della lista) vengano “retrocesse” negli ultimi posti – oltre il 10° – per impedirne l’elezione. Da qui, l’importanza, in detto contesto, di formulare altrettanto complesse istruzioni di voto condizionate e financo alternative, per cercare di evitare tale stravolgimento di “*ranking*” dell’ordine di elezione degli amministratori.

Se poi si prendono in considerazione le problematiche relative alle istruzioni di voto espresse dagli azionisti terzi che, ad esempio, volessero supportare la lista di minoranza presentata dagli investitori istituzionali, la complessità non sarebbe da meno ed anzi, forse, potrebbe risultare persino accentuata. Questi sarebbero, infatti, chiamati ad esprimere le proprie preferenze e i propri voti non solo con riferimento alla lista di c.d. minoranza (senza esprimere alcuna preferenza sui candidati singoli), ma anche rispetto ai 16 candidati della lista del Consiglio di Amministrazione, senza, peraltro, poter esprimere un voto sulla lista stessa. Anche per costoro, si riscontrerebbe la complessità di esercizio del voto condizionato nel contesto e per le ragioni come sopra già riportate.

Ne conseguirebbe che qualsiasi azionista, conferendo delega o votando elettronicamente a distanza per una delle tre liste, dovrebbe comunque contestualmente esprimere il proprio voto anche per ciascuno dei candidati della lista del Consiglio di Amministrazione, con istruzioni condizionate, da attivarsi a seconda dei diversi e molteplici scenari che si potrebbero prospettare. Come già sopra precisato – anche sotto un profilo tecnico – l’interpretazione estensiva della norma, nei termini rappresentati, non sembra affatto corretta.

Diversamente, laddove si ricorresse all’interpretazione restrittiva, per cui chiamati al voto fossero solamente coloro che avevano votato la lista del Consiglio di Amministrazione, la complessità di tale meccanismo di voto, per quanto attenuata, sarebbe, comunque, sempre presente. Anche in tal caso, tutti coloro che esprimessero un voto favorevole alla predetta lista, dovrebbero, contestualmente, conferire istruzioni per una seconda votazione individuale dei candidati, con ogni probabilità non votando in favore degli amministratori di “riserva”. Ciò, al fine di evitare che il voto di pochi azionisti

(magari espresso sulla lista presentata dal Consiglio di Amministrazione per accreditarsi all'interno di coloro i quali saranno poi chiamati alla seconda "rielezione") possa cambiare la graduatoria dell'ordine degli amministratori e rendere ineleggibile un soggetto di vertice essenziale per la continuità di gestione dell'Emittente.

E questo senza trascurare, inoltre, che (nell'ipotesi in cui l'assemblea si svolga con il ricorso esclusivo al Rappresentante designato) ricorre, altresì, la possibilità della presentazione di proposte individuali di delibera sugli argomenti all'ordine del giorno, potendosi, in tal senso, riscontrare proposte alternative riguardanti (tra l'altro) il numero dei componenti del Consiglio di Amministrazione da eleggere, con ulteriore aggravio del quadro delle complessità sopra descritto.

Infine, quanto al quesito posto da codesta spett.le Autorità alla domanda n. 6: "*Si ritengono utili ed opportuni ulteriori adattamenti della disciplina regolamentare?*", si rinvia a tutto quanto evidenziato prima di entrare nel merito delle singole risposte ai quesiti da 1 a 5.

Nella speranza di aver potuto contribuire costruttivamente a tale processo di consultazione e restando a completa disposizione, segnaliamo che la presente comunicazione potrà essere divulgata.

Cordiali saluti.



Avv. Dario Trevisan