

Roma, 4 Dicembre 2024,

Risposta alla Consultazione Consob del 20 novembre 2024 relativa alle disposizioni attuative dell'art. 147-ter.1 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, in materia di lista del consiglio di amministrazione.

DOMANDA CONSOB:

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?

RISPOSTA DI CLIFFORD CHANCE:

Si, si ritiene necessario e urgente un intervento dell'Autorità per coordinare le disposizioni in materia di collegamento tra liste di candidati e la votazione sui singoli candidati della lista del CdA.

In via generale, si deve sottolineare che il meccanismo del secondo voto individuale previsto della Legge Capitali - nel contesto di un sistema di liste bloccate come quello italiano, che già costituisce un *unicum* nel panorama mondiale - introduce un ulteriore elemento di complessità, come evidenziato da molti investitori istituzionali e dai **principali proxy advisors** (per tutti si richiama la nota di Glass Lewis del 24 febbraio 2024, "*Italy's Capital Markets Bill Raises Governance Concerns*"). Al riguardo, in termini di *best practice*, si richiama il sistema della c.d. *Universal Proxy Card* introdotto dalla SEC statunitense con la Rule 14a-19 del 21 novembre 2021, che pure disciplina l'ipotesi di presentazione di liste concorrenti da parte del CdA uscente e dei soci e sembra presentare indubbi vantaggi in termini di semplicità, trasparenza e funzionalità.

Ciò premesso, in relazione alla legittimazione al voto sui singoli candidati elencati dalla lista presentata dal consiglio di amministrazione uscente (la "**Lista del CdA**"), riteniamo che i regolamenti dovrebbero altresì fornire precisazioni attuative **volte a circoscrivere i soggetti legittimati a partecipare alla seconda votazione individuale ai soli azionisti che abbiano già espresso la propria preferenza per la Lista del CdA.**

Riteniamo infatti che tale impostazione e precisazione sia coerente con una corretta interpretazione dell'art. 147-ter.1, comma 3, lett. (a), n.1, del TUF. Più in dettaglio, la tesi secondo cui alla votazione individuale dovrebbero partecipare tutti i soci, anche quelli che non hanno espresso il voto a favore della lista del CdA, potrebbe fondarsi sull'interpretazione letterale della norma, che contiene un richiamo espresso all'assemblea («*l'assemblea procede*»). Tuttavia, non ci sembra che l'espressione usata nell'art. 147-ter.1, comma 3, lett. (a), n.1, del TUF possa essere interpretata come un implicito riconoscimento della legittimazione al voto di tutti i soci, inclusi coloro che abbiano espresso una preferenza per le altre liste. Detto richiamo, al contrario, è volto a indicare che la votazione deve svolgersi

(«*procedere*»), per l'appunto, nel contesto dell'assemblea, intesa nel senso di procedimento assembleare e nel rispetto delle formalità e prescrizioni che caratterizzano lo stesso (e.g., modalità di convocazione, identificazione dei partecipanti, obblighi informativi, verifica della legittimazione, *quorum* costitutivi e deliberativi, etc.).

In tal senso, come evidenziato dalla dottrina, si rilevano numerose fattispecie in cui un soggetto che si qualifica socio non è legittimato ad esprimere il voto (ad esempio, nei casi di trasferimento del diritto di voto a terzi in ragione di diritti reali o di garanzia, o in quelli in cui il diritto di voto sia temporaneamente sospeso). Anche in questi casi, nondimeno, la decisione assunta è comunque una deliberazione dell'assemblea, pur non avendo formalmente coinvolto tutti i soci della società.

Per converso, interpretando la nuova norma in modo più generico e riferibile a tutti i soci potrebbero aprirsi ulteriori e più complesse questioni interpretative e pratiche, con riguardo, ad esempio, alle modalità e ai termini per lo svolgimento delle diverse votazioni, alla valutazione della composizione del nuovo consiglio eletto, alla datazione e alla formalizzazione della nomina dei consiglieri tratti dalla Lista del CdA, etc.

Risulta pertanto logica e preferibile la diversa interpretazione secondo cui la norma ha voluto prevedere, da un punto di vista procedimentale, un ulteriore voto individuale sui candidati, riservato ai soli azionisti che abbiano votato a favore di tale lista. Diversamente, si attribuirebbe un ulteriore voto a quegli stessi soci che si sono già espressi sulla lista e sui candidati ritenuti più adeguati.

L'interpretazione proposta, tra l'altro, non è affatto incompatibile con il dato testuale della norma, potendosi ben argomentare che la scelta del legislatore fosse improntata a identificare la modalità generale di tenuta della seconda votazione, e i principi generali che devono caratterizzare la stessa, e non anche a individuare i soggetti legittimati al voto.

Molto più rilevante, nella direzione di circoscrivere la seconda votazione ai soli soci che abbiano votato a favore della lista del CdA, è il richiamo, formulato anche nel quesito che qui ci occupa, ai principi generali in materia di nomina del consiglio di amministrazione, tra cui quello della corretta competizione tra liste, della rappresentanza delle minoranze e della trasparenza degli assetti proprietari.

Tali principi trovano espressione in particolare del disposto dell'articolo 147-*ter*, comma 3, del TUF e dell'articolo 144-*sexies* del Regolamento Emittenti Consob. Come noto, quest'ultima norma, stabilisce che: «*Un socio non può presentare né votare più di una lista, anche se per interposta persona o per il tramite di società fiduciarie. I soci appartenenti al medesimo gruppo e i soci che aderiscano ad un patto parasociale avente ad oggetto azioni dell'emittente non possono presentare o votare più di una lista, anche se per interposta persona o per il tramite di società fiduciarie*».

Tale previsione, volta a contrastare potenziali collegamenti tra più liste, deve essere letta alla luce del comma 3 dell'articolo 147-*ter* del TUF, a sua volta espressamente richiamato dal nuovo art. 147-*ter*.1 TUF, che individua quali criteri di collegamento tra il socio e la lista tanto l'atto della presentazione della lista, **quanto l'espressione del voto per la lista stessa** (cfr. "[...] almeno uno dei componenti del consiglio di amministrazione è espresso dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di voti e non sia collegata in

alcun modo, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti").

Qualora i soci che non avessero votato a favore della Lista del CdA fossero poi ammessi anche alla seconda votazione individuale, si creerebbe:

- da un lato, una duplicazione del diritto di voto rispetto alle liste, in capo a chi ha già votato per le altre liste, in contrasto con il disposto dell'articolo 144-sexies del Regolamento Emittenti;
- dall'altro lato, invece, la votazione assumerebbe rilievo ai fini collegamento tra il socio e la Lista del CdA, con la conseguenza che tale collegamento avrebbe effetti distorsivi sull'individuazione di quali siano effettivamente le liste di minoranza e sulla nomina dei relativi consiglieri (cfr. articolo 147-ter, comma 3, TUF).

A ciò si aggiunga che un socio potrebbe scegliere di votare per una lista presentata dai soci – e i relativi candidati - nella prima votazione, per poi esprimere, una ulteriore preferenza sui candidati della Lista del CdA nella successiva fase di votazione individuale.

Si creerebbe quindi un meccanismo in cui il socio che ha votato la lista "di minoranza", parteciperebbe al voto (e concorrerebbe a determinare il risultato) della lista del CdA uscente, con la conseguente creazione di un collegamento tra lista di maggioranza e liste di minoranza.

Tale circostanza sarebbe particolarmente rilevante in tutte quelle situazioni in cui gli azionisti "di maggioranza" non detengono il controllo *ex lege*, dove la capacità di influenzare l'emittente deve essere valutata sulla base di elementi fattuali, come appunto la nomina degli amministratori.

Si evidenzia infine che nel sistema del voto di lista, l'ordine progressivo in cui i candidati appaiono sulla lista esprime di per sé una preferenza - soggetta a vaglio assembleare – circa la composizione ideale del Consiglio di Amministrazione. La Lista del CdA deve contenere un numero di candidati pari al numero dei componenti da eleggere maggiorato di un terzo. Si tratta quindi di una lista particolarmente "lunga": se si prevede, ad esempio, un Consiglio di Amministrazione composto da 15 membri di cui i 2/3 (*i.e.*, 10) sono tratti dalla lista che ha ottenuto il maggior numero di voti, mentre il restante terzo (*i.e.*, 5) è tratto dalle liste di minoranza, il Consiglio di Amministrazione uscente dovrebbe presentare una lista con 20 candidati, di cui solo 10 potranno essere eletti nel caso in cui la lista stessa dovesse risultare maggioritaria. Consentire ai soci che hanno già votato altre liste di esprimersi sui singoli candidati della lista maggioritaria presentata dal Consiglio di Amministrazione, potrebbe portare a una artificiosa concentrazione di voti a favore dei candidati posti al fondo della lista, con l'obiettivo di sovvertire l'ordine progressivo presentato nella lista stessa (che ha già ottenuto nel suo complesso il maggior numero di voti).

In conclusione, si tratta di perplessità non dissimili, *mutatis mutandis*, da quelle che erano state espresse anche da codesta Autorità nel Richiamo di attenzione del 2022 sulla possibilità che un medesimo soggetto utilizzi la propria influenza su liste diverse a danno di una ottimale composizione dell'organo di amministrazione.

DOMANDA CONSOB:

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?*

RISPOSTA DI CLIFFORD CHANCE:

Sì, si ritiene necessario un intervento dell'Autorità in tale senso.

L'attuale formulazione della norma lascia numerosi punti aperti circa il numero di amministratori spettanti alle "minoranze" nel caso in cui (i) la Lista del CdA risulti la prima per ordine di preferenze e (ii) le liste dei soci ottengano comunque una percentuale di voti espressi superiore al 20% del totale dei voti espressi.

Come evidenziato anche da codesta Spettabile Commissione nelle premesse di questa Consultazione, la previsione relativa al criterio di proporzionalità da applicarsi nell'individuazione dei consiglieri di minoranza si presta a interpretazioni, anche diametralmente opposte, che, potrebbero portare, in sede di applicazione pratica, alla creazione di prassi abnormi o sostanziali disuguaglianze tra i vari emittenti, anche a fronte di previsioni statutarie pressoché identiche.

Al riguardo, deve sottolinearsi che, in assenza di intervento regolamentare da parte dell'Autorità il rischio di contestazioni e contenziosi risulterebbe assai elevato, al punto di poter impedire, in via di fatto, l'introduzione della previsione statutaria della Lista del CdA, o da rendere la presentazione delle stesse concretamente impossibile. Si deve infatti ricordare che la Legge Capitali ha introdotto numerosi elementi che rendono il ricorso all'istituto in questione assai più gravoso rispetto al passato e, soprattutto, rispetto alla prassi internazionale, come evidenziato più volte dagli investitori istituzionali, dalle associazioni di categoria e dalla dottrina.

A nostro avviso, la regola proporzionale "assoluta" sopra descritta non dovrebbe trovare applicazione, poiché - favorendo le liste dei soci meno votate e potendo generare situazioni di potenziale ingovernabilità - sovvertirebbe la stessa *ratio* del voto di lista. Tale effetto dirompente appare particolarmente evidente nell'ipotesi più estrema (richiamata anche dall'Autorità nelle note esplicative in premessa di questa Consultazione) in cui la quota aggregata delle liste di minoranza superi la quota di voti conseguita individualmente dalla Lista del CdA.

In tale circostanza si arriverebbe al risultato che la Lista del CdA, pur risultando la più votata, non disporrebbe della maggioranza nel Consiglio di Amministrazione eletto.

Il principio di proporzionalità richiamato nella lettera (b), paragrafo (2), non può spingersi al punto di ribaltare *ex lege* quello maggioritario. Il principio di proporzionalità di cui trattasi dovrebbe quindi applicarsi soltanto alla ripartizione interna del numero di consiglieri spettanti complessivamente alle liste di minoranza, nonché la distribuzione degli stessi tra ciascuna lista di minoranza.

DOMANDA CONSOB:

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?

RISPOSTA DI CLIFFORD CHANCE:

Riteniamo opportuno, come sopra rappresentato, che venga chiarito in via regolamentare che il principio di proporzionalità richiamato nella lettera (b), paragrafo (2) dell'art. 147-ter.1, deve intendersi in senso relativo e non assoluto.

Non riteniamo opportuno disciplinare con regolamento i criteri di riparto. Trattandosi di scelte di *governance* intrinsecamente legate agli specifici assetti societari delle singole società quotate, a nostro avviso gli stessi dovrebbero essere rimessi all'autonomia statutaria, nel rispetto dei *quorum* rafforzati previsti dalla legge e dallo statuto.

DOMANDA CONSOB:

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?

RISPOSTA DI CLIFFORD CHANCE:

Come per i criteri di riparto dei posti in CdA, si ritiene preferibile che questo aspetto, intrinsecamente legato alle caratteristiche di ciascun emittente, sia lasciato all'autonomia statutaria, tenuto conto che i principi fondamentali e gli obblighi in tale senso sono comunque già fissati dalla normativa primaria.

DOMANDA CONSOB:

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?

RISPOSTA DI CLIFFORD CHANCE:

Non si ritiene necessario un intervento in tale senso, anche per salvaguardare il principio dell'autonomia statutaria delle società che abbiano scelto di tenere l'assemblea con modalità diverse.

DOMANDA CONSOB:

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

RISPOSTA DI CLIFFORD CHANCE:

Non si ritiene necessario, in questa sede, formulare ulteriori osservazioni.

* * * * *

Nel ringraziare per l'opportunità offerta, restiamo a disposizione per qualsiasi chiarimento od occorrenza e porgiamo i nostri migliori saluti.

Avv. Enrico Giordano
Avv. Stefano Parrocchetti

Avv. Lucio Bonavitacola
Avv. Alessia Aiello