

Irene Mecatti

Siena, 4 dicembre 2024

irene.mecatti@unisi.it

Spett. Consob

Via G.B. Martini 3

00198 ROMA

Oggetto: Risposta alla prima consultazione in tema di lista del consiglio

Spett. Le Commissione

esprimo innanzi tutto apprezzamento per l'avvio della consultazione in oggetto. Essendomi recentemente occupata del nuovo art. 147-ter.1., t.u.f. (*La lista del consiglio di amministrazione*, in *RDS*, 2024, 553 ss.), mi limiterò a rispondere brevemente ad alcune delle domande poste nel documento di consultazione, rinviando al mio contributo per ulteriori approfondimenti.

1) 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?

Azione di concerto e collegamento tra liste

I temi del coordinamento e dell'azione di concerto sono certamente rilevanti nell'ambito della disciplina della lista del c.d.a. La novella non prende alcuna posizione in materia. Come già rilevato nel mio saggio (§ 12), tale approccio può in via generale essere condiviso perché esistono già presidi normativi e ogni valutazione non può prescindere dall'analisi fattuale.

E' doveroso tuttavia evidenziare che la complessità delle nuove regole potrebbe disincentivare la presentazione della lista da parte del consiglio. Il che, come conseguenza, richiederà un intervento attivo dei soci, nella fase di selezione dei candidati e formazione della lista.

Orbene, l'art. 44-*quater* reg. emittenti, pone la presentazione congiunta di una lista lunga da parte dei soci in una "area grigia". Mentre, infatti, è escluso che gli accordi volti alla presentazione di una *lista corta*, anche se non costituenti patti parasociali, integrino un'azione di concerto, nulla si dice con riferimento alle liste lunghe. Tale "silenzio" determina incertezza per gli azionisti investitori

istituzionali, titolari di partecipazioni vicine alle soglie dell'art. 106 t.u.f., i quali, in mancanza di un socio disponibile a presentare una lista lunga, vogliono coordinarsi per presentarla. Il rischio di dover promuovere un'opa, unito alla sostanziale impossibilità di collaborazione con altri soci quali i fondi comuni di investimento (OICR) "aperti", potrebbe disincentivare gli investitori istituzionali dal proporre una lista lunga per la nomina del c.d.a., anche qualora siano in condizione di farlo.

Tale incertezza pregiudica i diritti degli azionisti i quali, all'evidenza, devono sapere "*when they can exchange information and cooperate with one another without running the risk that their actions may trigger unexpected legal consequences*" (EC Action Plan, 2012, par. 3.4). Pertanto, suggerisco di rivedere l'art. 44-*quater*, reg. emittenti, comma 2, lett. b), eliminando il riferimento alla lista corta e alla preordinazione all'elezione di rappresentanti della minoranza. Tale scelta sarebbe coerente con la *white list* pubblicata dall'ESMA ([ESMA/2014/677-REV](#)), con il crescente (e obbligatorio) attivismo degli investitori istituzionali (v. p. 594, mio saggio) e con l'obiettivo della Legge Capitali di stimolare gli investimenti a medio e lungo termine (anche nell'ordinamento tedesco, il *Bundesgerichtshof*, 25 settembre 2018, II ZR 190/17, in *NJW*, 2019, 219, ha escluso che l'impegno di voto per l'elezione del consiglio di sorveglianza costituisca azione di concerto; v. nota 196, mio saggio).

A ciò si aggiunga che, proprio la Legge capitali, prevedendo un quorum rafforzato in seno al consiglio e la predisposizione di una lista molto lunga (art. 147-*ter*.1, comma 1, t.u.f.), indirettamente impone al board un'attività di consultazione e coordinamento con soci (di minoranza e non). Se tale attività, prodromica alla formazione della lista, non è azione di concerto proprio perché prevista per legge, non vi è ragione di applicare detta disciplina quando la medesima attività è svolta su stimolo dei soci e non degli amministratori.

Le spese di formazione della lista

La novella non disciplina la questione delle spese di formazione della lista dei soci. Mentre infatti è scontato che la lista del c.d.a. sia predisposta a spese della società, lo stesso non vale per quella promossa dai soci. Il tema è delicato perché se, da un lato, è vero che la lista del c.d.a. ha un vantaggio competitivo su quella dei soci, riconoscere a quest'ultimi il diritto di riversare sulla società i costi di selezione dei candidati è parimenti problematico. I soci infatti perseguono (legittimamente) interessi personali, mentre gli amministratori devono agire in modo neutrale, secondo i doveri imposti dalla legge. Poiché, l'obiettivo della nuova disciplina è quello di stimolare il coinvolgimento e l'attivismo degli azionisti, sarebbe utile un intervento regolamentare volto a precisare che lo statuto può prevedere che anche i soci, qualora presentino una lista lunga secondo i criteri indicati dall'art. 147-*ter*.1, comma 1, t.u.f., possano riversare i relativi costi sulla società. Probabilmente sarà necessario fissare un tetto e verificare la coerenza delle spese rispetto all'obiettivo. Una previsione di tal genere giocherebbe da stimolo per i soci ad attivarsi per le nomine consiliari, soprattutto in contesti dove il c.d.a., per effetto delle condizioni imposte dalla nuova disciplina, rimanga inattivo.

Sistemi di governance e staggered board

Nel silenzio del dato normativo, sarebbe utile un chiarimento regolamentare circa l'applicabilità e il funzionamento della lista del consiglio con i regimi di governance alternativi a quello tradizionale e allo staggered board (v. §§ 9-10, mio saggio).

La (seconda) votazione sui singoli candidati

Un ulteriore aspetto problematico della nuova disciplina è rappresentato dalla votazione individuale sui singoli candidati della lista del c.d.a., quando essa concorra con altra lista e risulti vincente. L'espressione «l'assemblea procede a una ulteriore votazione individuale su ogni singolo candidato» (art. 147-ter.1, comma 3, lett. a, t.u.f.), può essere intesa nel senso di: a) contemplare una doppia votazione non contestuale: sulla lista prima e sui singoli candidati dopo; b) legittimare al voto nella seconda votazione tutti i soci componenti appunto l'«assemblea».

Entrambe le soluzioni, per i motivi esposti nella consultazione e nel mio saggio (v. § 14), determinano complessi problemi applicativi. Nelle assemblee di società quotate, soprattutto quando lo statuto opti per lo svolgimento esclusivamente per il tramite del rappresentante designato (art. 135-undecies.1 t.u.f.), l'orientamento del voto deve maturare *prima* dell'adunanza, in modo tale da mettere il rappresentante in condizione di esprimere la volontà del socio. Se la votazione della lista del consiglio avvenisse in due momenti distinti, i soci non potrebbero esprimere prima dell'adunanza un voto consapevole, a meno che non si intenda convocare una seconda assemblea. Tale ultima soluzione, implicando ovviamente il rinnovo della votazione, oltre ad essere eccessivamente onerosa, richiederebbe un difficile coordinamento con il sistema del voto per corrispondenza (artt. 127 t.u.f. e 140 ss. reg. emittenti) e renderebbe ingiustificatamente gravoso l'esercizio del voto degli investitori esteri. Tali considerazioni portano a ritenere che l'assemblea sia o almeno possa essere *unica*, lasciando le determinazioni organizzative allo statuto sociale.

Quanto alla votazione, non è condivisibile il riconoscimento della legittimazione a tutti i soci, compresi quelli che hanno votato contro la lista del consiglio. Tale soluzione favorirebbe manovre di disturbo, gravi situazioni di incertezza sulla composizione qualitativa del consiglio e, soprattutto, collegamenti tra liste. Proprio la disciplina del collegamento – applicabile anche alla lista del consiglio (art. 147-ter, comma 3, t.u.f., richiamato dall'art. 147-ter.1 t.u.f.) –, è di ostacolo al riconoscimento del diritto di votare in favore di coloro che abbiano votato liste diverse dalla lista del consiglio. Resterebbe in ogni caso aperta la questione dei soci astenuti, che non abbiano votato o si siano assentati nella precedente votazione.

La soluzione delle problematiche appena poste, è appunto prevedere nella medesima assemblea *due espressioni di voto*, il primo relativo alla lista, l'altro ai singoli candidati (voto di preferenza) *in un unico momento*, così come avviene nelle elezioni politiche e amministrative. In sostanza, i soci dovrebbero esprimere contestualmente il voto sulla lista e la preferenza sui singoli amministratori. Sulle risultanze del voto, verranno effettuati i calcoli per la composizione del consiglio secondo quanto previsto dalla nuova disciplina. La soluzione è compatibile con l'art. 147-ter.1 t.u.f., il quale richiede che il doppio voto avvenga in assemblea (e dunque partecipino tutti i soci), ma non esclude che l'«ulteriore votazione individuale» avvenga contestualmente. Tale lettura

è inoltre sistematicamente coerente con l'intento di semplificazione sotteso alla riforma - che pertanto costituisce chiave interpretativa essenziale -, in quanto snellisce il procedimento di votazione ed elimina il problema della legittimazione di coloro che hanno votato contro la lista del consiglio.

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?

Sì, per i motivi ampiamente esposti nel § 13 del mio saggio. Anche se secondo studi empirici (BELCREDI, BOZZI, *Lista del CdA e legge capitali: un'analisi quantitativa*, Milano, 2024, p. 17 ss.), l'eventuale applicazione della nuova disciplina non avrebbe impedito – nella maggior parte dei casi - alla lista risultata prima per numero di voti di nominare la maggioranza dei consiglieri, l'applicazione della proporzionalità "pura" (*premio di minoranza variabile*) è fonte di gravi incertezze applicative (e con esse, di potenziali contenziosi) e confligge con l'obiettivo della riforma di semplificare la disciplina delle società quotate. Invece, la proporzionalità assoluta: 1) permette di prevedere, in sede di formazione della lista, la composizione del futuro consiglio e l'equilibrio in seno ad esso tra maggioranza e minoranza; 2) ridimensiona la rigidità delle regole di formazione della lista e il disincentivo che dalle stesse potrebbe derivare sull'attività di engagement del consiglio; 3) è coerente con l'obiettivo della Legge capitali, di attrarre soci con obiettivi di investimento a lungo termine.

3) 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?

Sì, per le ragioni esposte *sub 2*).

RingraziandoVi per l'attenzione, invio i miei più cordiali saluti

Irene Mecatti