

# TREVISAN & ASSOCIATI

STUDIO LEGALE

Viale Majno, 45 • 20122 Milano

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

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

Spett.le

**Sesta Commissione - Finanze**

c/o la Camera dei Deputati

Palazzo di Montecitorio

Piazza di Monte Citorio, 1

00186 – Roma

*All'attenzione del Presidente, On. Marco Osnato*

*A mezzo di posta elettronica, all'indirizzo: [osnato\\_m@camera.it](mailto:osnato_m@camera.it); [com\\_finanze@camera.it](mailto:com_finanze@camera.it)*

**Oggetto: Disegno di Legge n. 674 – Audizione presso la Camera dei Deputati del 14 Novembre 2023**

Spett.le Sesta Commissione - Finanze,

Stimatissimi Onorevoli,

Desideriamo, anzitutto, ringraziare il Presidente, On. Marco Osnato e tutti i componenti di codesta Commissione per l'odierno invito e per l'opportunità concessa allo studio legale che rappresento (di seguito, anche solo “**Studio**”) di poter svolgere alcune considerazioni che riteniamo possano essere di interesse ai fini della valutazione delle proposte di modifica legislativa di cui al Disegno di Legge n. 674 recante “*Interventi a sostegno della competitività dei capitali e delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n.58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti*”, di iniziativa del Governo, come approvato dal Senato della Repubblica in data 24 ottobre 2023 ed oggi sottoposto all'esame di codesta Commissione Parlamentare, (di seguito, anche solo “**Disegno di Legge**”).

Da oltre 25 anni, infatti, il nostro Studio svolge, su base continuativa, un'attività di assistenza a favore di investitori istituzionali e/o fondi di investimento, sia italiani che esteri, per assicurare loro l'esercizio dei diritti di intervento e di voto per delega nelle relative assemblee ordinarie, straordinarie e speciali di emittenti (“**Emittenti**”) sia quotate alla Borsa Italiana S.p.A. (Gruppo Euronext), mercato Euronext Milan ed Euronext Growth Milan, sia non quotate. Nell'ambito di tale attività, lo Studio è in contatto con investitori istituzionali, banche depositarie, intermediari, *proxy advisors*, *proxy solicitors*, *services providers*, a livello nazionale ed internazionale, nonché con alcune associazioni nazionali e internazionali a cui aderiscono rilevanti *asset owners* e *asset managers* e i loro rappresentanti, con la finalità di promuovere i principi della *Corporate Governance*, anche a livello internazionale e, più in generale, di *ESG – Environmental* (Ambiente), *Social* (Sociale) e *Governance* – ciò anche con riferimento a tematiche inerenti alla partecipazione agli eventi assembleari e all'esercizio dei diritti di voto da parte degli azionisti<sup>1</sup>.

**Nel 2022, lo Studio ha espresso il voto per conto di migliaia di investitori istituzionali**, italiani ed esteri, **in oltre 450 assemblee di tali Emittenti**. Per l'anno solare in corso, la nostra partecipazione, considerate anche le assemblee in programma sino al termine del presente mese, **sarà di pari numero**.

Nella nostra qualità di soggetti delegati (ovvero, nel ruolo di c.d. *Proxy Voting Agent*), abbiamo così potuto assistere, specie nel corso degli ultimi anni, ad una crescente presenza e partecipazione da parte degli investitori istituzionali e dei fondi comuni di investimento alle assemblee delle Emittenti quotate italiane, con decisioni di voto sempre più articolate e differenziate.

Riteniamo, in tal senso, utile riportare, di seguito, il totale dei voti espressi – in percentuale, sul capitale ordinario e sul capitale presente in assemblea – da parte degli investitori istituzionali e/o fondi di investimento, italiani ed esteri, in occasione di alcune delle assemblee di Emittenti del FTSE MIB nell'esercizio 2022, rappresentando il nostro Studio, per delega di voto, buona parte di tale categoria di azionisti.

Data assemblea degli azionisti 2022	ISIN	Emittente	% del totale delle azioni presenti e votanti sul capitale sociale 2022 (incluso il	% del totale delle azioni presenti e votanti degli investitori istituzionali rappresentati	% del totale delle azioni presenti e votanti degli investitori istituzionali sul capitale
-------------------------------------	------	-----------	--	--	---

<sup>1</sup> Lo Studio è uno dei consulenti legali di Assogestioni e, tramite il proprio Managing Partner – avv. Dario Trevisan –, è membro e cofondatore dell'International Corporate Governance Network (ICGN, <https://www.icgn.org/>) e membro del Council of Institutional Investors (CII, <https://www.cii.org/>).

			<b>voto maggiorato)</b>	<b>dallo Studio sul capitale sociale 2022 ** (escluso il voto maggiorato)</b>	<b>sociale rappresentati dallo Studio votante in assemblea 2022 *(incluso il voto maggiorato)</b>
28/04/2022	IT0001233417	A2a	72,12%	18,79%	26,05%
22/04/2022	IT0004056880	Amplifon	*89,87%	**40,30%	*31,68%
29/04/2022	IT0003506190	Atlantia	77,12%	39,48%	51,20%
28/04/2022	IT0003261697	Azimut Holding	52,04%	28,76%	55,26%
21/04/2022	IT0001031084	Banca Generali	73,98%	23,81%	32,19%
07/04/2022	IT0004776628	Banca Mediolanum	79,20%	11,37%	14,35%
07/04/2022	IT0005218380	Banco Bpm	44,54%	34,22%	76,83%
20/04/2022	IT0000066123	Bper Banca	52,51%	20,71%	39,43%
12/05/2022	IT0001347308	Buzzi Unicem	74,86%	22,06%	29,46%
13/04/2022	NL0010545661	Cnh Industrial	84,15%	33,05%	39,27%
29/04/2022	IT0003492391	Diasorin	*90,29%	**27,15%	*19,50%
19/05/2022	IT0003128367	Enel	67,34%	43,23%	64,20%
11/05/2022	IT0003132476	Eni	65,13%	34,06%	52,29%
24/05/2022	NL0012059018	Exor	95,62%	9,48%	9,91%
13/04/2022	NL0011585146	Ferrari	85,54%	24,93%	29,14%
29/04/2022	IT0000062072	Generali	70,99%	19,16%	26,99%

29/04/2022	IT0001078911	Interpump Group	75,97%	40,50%	53,31%
29/04/2022	IT0000072618	Intesa Sanpaolo	56,01%	37,76%	67,41%
06/04/2022	IT0005090300	Inwit	87,99%	24,61%	27,97%
26/04/2022	IT0005211237	Italgas	76,70%	31,50%	41,07%
31/05/2022	IT0003856405	Leonardo	58,25%	28,01%	48,09%
28/10/2022	IT0000062957	Mediobanca	60,42%	23,24%	38,47%
21/04/2022	IT0004965148	Moncler	75,19%	50,57%	67,25%
05/05/2022	IT0005366767	Nexi	82,51%	50,96%	61,76%
18/05/2022	IT0005278236	Pirelli & C	83,68%	18,56%	22,18%
27/05/2022	IT0003796171	Poste Italiane	80,41%	14,93%	18,57%
12/04/2022	IT0004176001	Prysmian	74,64%	69,44%	93,04%
29/04/2022	IT0003828271	Recordati	84,10%	32,28%	38,38%
17/05/2022	IT0005252140	Saipem	52,14%	8,10%	15,53%
27/04/2022	IT0003153415	Snam	74,54%	35,02%	46,98%
13/04/2022	NL00150001Q9	Stellantis	70,98%	24,98%	35,19%
07/04/2022	IT0003497168	Tim	57,76%	23,57%	40,81%
03/05/2022	IT0005428898	Tenaris	86,49%	5,06%	5,85%
29/04/2022	IT0003242622	Terna - Rete Elettrica Nazionale	69,80%	38,83%	55,64%
08/04/2022	IT0005239360	Unicredit	63,33%	55,67%	87,91%
28/04/2022	IT0004810054	Unipol	68,96%	15,80%	22,92%

Come Studio, abbiamo, altresì, potuto assicurare l'esercizio dei diritti di intervento e di voto nell'ambito dell'emergenza epidemiologica da "COVID-19" che, di fatto, ha paralizzato la partecipazione "in presenza" alle assemblee delle Emittenti le quali, come è noto, si sono svolte pressoché per la totalità "a porte chiuse", tramite la figura del Rappresentante Designato, a cui è stata

affidata, in via esclusiva, la raccolta delle deleghe di voto ai sensi degli artt. 135-*undecies* e 135-*novies* del testo unico di cui al Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (di seguito, anche solo “TUF”), in combinato disposto con l’art. 106 D.L. 17 marzo 2020, n. 18. In questo senso, lo Studio ha, infatti, ricoperto tale ruolo in favore di numerose Emittenti e, quando non è stato nominato Rappresentante Designato in via esclusiva, ha comunque potuto assicurare le espressioni di voto per il tramite della c.d. sub-delega, di volta in volta conferita ai Rappresentati Designati esclusivi così nominati.

Grazie, poi, **all’introduzione e allo sviluppo del sistema del c.d. “Voto di lista”** per l’elezione degli organi sociali, l’esperienza maturata dallo Studio si è potuta ulteriormente arricchire con l’attività prestata per il **deposito delle liste dei candidati** per la nomina dei componenti degli organi sociali, presentate da parte di **asset managers** (in prevalenza italiani) aderenti all’**Associazione Italiana del Risparmio Gestito (Assogestioni)**. **Nel 2023, lo Studio** ha, ad oggi, prestato assistenza per la presentazione di **ben 81 liste di “minoranza”** da parte dei suddetti azionisti.

In questa sede, intendiamo, pertanto, offrire il nostro contributo, concentrandoci sulle tematiche di cui agli articoli 12, 14 e 19 del Disegno di Legge, i quali prevedono un intervento normativo in relazione, rispettivamente, *(i) alla presentazione di una lista da parte del Consiglio di Amministrazione uscente, (ii) al voto maggiorato e (iii) al conferimento di una delega al Governo* per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali, avuto riguardo agli argomenti di cui agli articoli già citati.

Si tratta, infatti, di tematiche senz’altro nevralgiche nell’ambito della struttura di *governance* delle società quotate, con l’obiettivo di migliorare la competitività del nostro mercato finanziario in ambito europeo ed internazionale.

\*

**(i) Articolo 12 (Lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate)**

In relazione al tema *sub (i)*, preme rilevare come, **originariamente, la proposta del governo non contenesse alcun riferimento ad esso**, sul **presupposto** che vuoi (i) **l’autodisciplina delle Emittenti** di cui alle **formule statutarie** afferenti a detta tematica, vuoi (ii) il recente **“Richiamo di Attenzione”** emesso dalla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (**CONSOB**), vuoi (iii) la **prassi** che si era all’uopo diffusa, **fossero di per sé sufficienti** ad assicurare i **presidi** occorrenti in relazione alla presentazione di una lista da parte del Consiglio di Amministrazione uscente. Nel corso dell’esame presso la Commissione del Senato, in risposta a **diversi interessi**, si è, tuttavia, aperto un delicato confronto in relazione all’ipotesi di introdurre specifiche regole procedurali per il caso in cui il Consiglio di Amministrazione in scadenza di un’Emittente quotata fosse intenzionato a presentare una propria lista di candidati per il suo rinnovo.

A tal proposito e prima di affrontare le specifiche proposte a riguardo sottoposte all’esame di codesta Commissione Parlamentare, giova osservare come il **Voto di lista** – introdotto, per la prima volta,

nell'ordinamento giuridico italiano, nel **1994** – si sia rivelato un **importantissimo strumento di miglioramento** della struttura di **governance** delle società **quotate** alla Borsa Italiana S.p.A. - Gruppo Euronext. Viene, infatti, previsto che ogni statuto di società quotata su tale mercato debba assicurare che *“i componenti del consiglio di amministrazione siano eletti sulla base di liste di candidati”* e che *“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”* (art. 147-ter TUF). Questo sistema di elezione – per come, poi, è stato implementato dalle Emittenti quotate italiane – ha **consentito agli investitori istituzionali italiani ed internazionali** di assicurare la **nomina di candidati indipendenti** da loro proposti, garantendo una più efficace c.d. **“Board diversity”**, in linea con le *best practices* internazionali e secondo modelli di elezione che si stanno sviluppando anche in altri mercati finanziari<sup>2</sup>.

Essendo la **struttura proprietaria** di molte **società quotate italiane** caratterizzata ancora da una significativa **concentrazione azionaria**, il Voto di Lista rappresenta, infatti, un'importante misura di salvaguardia, in quanto la presenza di amministratori indipendenti – **selezionati e nominati da investitori istituzionali** – nel Consiglio di Amministrazione, realizza un miglioramento complessivo della **governance** delle Emittenti, spingendo sia il *Board* sia gli azionisti di controllo o di maggioranza relativa, ad adeguarsi a degli **standard più elevati** nella scelta dei candidati a ricoprire la carica di amministratori e nell'interesse di tutti gli azionisti. L'esperienza empirica ed **il ruolo svolto dal Comitato dei Gestori di Assogestioni** ha fatto sì che di detto strumento **non se ne facesse abuso nel nostro mercato finanziario**.

Negli anni più recenti, inoltre, un **crescente numero di società italiane quotate** 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 non sono presenti azionisti in grado, da soli, di determinare l'esito del voto assembleare o anche semplicemente di influenzarlo.

A tal proposito, al fine di **gestire** in modo più **trasparente** il processo di **formazione** e di **presentazione** di una **lista da parte del Consiglio di Amministrazione** in scadenza e per **ridurre i rischi**: (i) di **autoreferenzialità e autoperpetuazione**, (ii) **scarsa trasparenza nel processo di selezione** delle candidature per la lista da parte del Consiglio di Amministrazione (che potrebbe essere appiattito sulle proprie posizioni e/o quelle di altri azionisti di rilievo che eterodirigano tale processo) ed (iii) evitare possibili situazioni di **collegamento tra liste** (es collegamento tra la lista del C.d.A e lista di un socio di maggioranza relativa per evitare l'ingresso delle minoranze), in data 21 gennaio 2022, la

---

<sup>2</sup> 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.

CONSOB ha emanato – dopo una consultazione pubblica – un **Richiamo di Attenzione per le società quotate**, relativamente a taluni aspetti di rilievo riguardanti l’esercizio da parte degli amministratori della facoltà di presentare una lista di candidati per il rinnovo del relativo organo, come prevista in via statutaria. Dette **osservazioni**, a nostro avviso, sono risultate **nel complesso apprezzabili**, in quanto finalizzate a consentire una gestione più trasparente del processo di formazione e presentazione di una lista da parte del *Board*, così attenuando i rischi di un abuso di tale meccanismo, specie in termini di autoreferenzialità e perpetuazione dei relativi componenti.

In particolare, i principi di cui al Richiamo di Attenzione sono volti ad **assicurare una più ampia trasparenza e documentabilità del processo di selezione dei candidati**, anche tramite una **adeguata verbalizzazione** delle riunioni del C.d.A. e dei comitati all’uopo eventualmente coinvolti.

In verità, peraltro, la **trasparenza** e la **tracciabilità** dei **processi di selezione dei candidati** dovrebbe costituire un **obbligo** riguardante la **presentazione di tutte** le liste di “**maggioranza**” e **non** soltanto quelle **presentate dal Consiglio di Amministrazione**

È evidente, infatti, come la **necessità** di assicurare una adeguata **informativa e rendicontazione** si ponga indistintamente e nei medesimi termini tutte le volte in cui il **Consiglio di Amministrazione uscente**, e/o un **socio di maggioranza o rilevante**, e/o anche uno di **minoranza**, intendano presentare una **lista c.d. “lunga”**, volta a nominare la **maggioranza dei componenti dell’organo amministrativo**. L’**errore** in cui si cade spesso è quello di **ipotizzare** che una **lista di maggioranza** debba essere qualificabile come tale **solo ex post**, a seguito della votazione, identificandola con quella che risulti la più votata. In realtà, è più **corretto affermare** che la **lista di maggioranza** sia quella che, indipendentemente da chi la proponga, si ponga la **finalità di esprimere la maggioranza** delle **candidature** per l’elezione dell’organo amministrativo e del caso la **figura chiave** che rivesta la carica di **Amministratore Delegato e/o di Presidente** della Società.

In ogni caso, quanto al Consiglio di Amministrazione, nel Richiamo di Attenzione è stato **valorizzato il ruolo degli amministratori indipendenti**. Spetta, inoltre, alle società interessate, ancorché aderenti al Codice di *Corporate Governance*<sup>3</sup> ed in considerazione della specificità degli assetti proprietari delle medesime, valutare:

(i) se **coinvolgere** nel processo di presentazione della lista, in luogo del comitato nomine, **comitati costituiti ad hoc** ovvero **comitati** già costituiti ma a **composizione modificata** dei loro membri;

---

<sup>3</sup> Quanto al sistema di selezione dei soggetti candidati a mezzo delle liste presentate da parte del Consiglio di Amministrazione uscente, come noto, il nuovo articolo 5 del Codice di Autodisciplina delle società quotate italiane prescrive la costituzione di un comitato (“comitato nomine”), interno all’organo di amministrazione, chiamato a svolgere sia una funzione consultiva in merito alla dimensione ed alla composizione del C.d.A., con facoltà di esprimere raccomandazioni, sia una funzione propositiva in ipotesi di sostituzione di amministratori per qualsiasi motivo decaduti o cessati della carica. Il comitato nomine dovrebbe, dunque, essere coinvolto nel processo di selezione dei candidati alla carica di amministratore che il Consiglio di Amministrazione uscente ritenga di presentare.

(ii) se **attribuire un ruolo di coordinamento** dell'intero processo al presidente del C.d.A. ovvero ad altra figura, a garanzia della trasparenza e della obiettività dello stesso (come, ad esempio, **ad altro amministratore** che sia **indipendente**, quale il presidente del comitato nomine o l'eventuale **lead independent director**, ovvero a più amministratori indipendenti).

Senza altro meritevole di apprezzamento è l'attenzione che pone il Richiamo di Attenzione alla **gestione della interlocuzione** con i **soci** avuto riguardo ai **criteri qualitativi e quantitativi** da seguire per l'**individuazione della composizione ottimale complessiva del C.d.A.** e dei profili più idonei a ricoprire la carica di amministratore. Anche per questa fase assume, all'evidenza, rilevanza la **previsione di un processo trasparente e documentato**, con sintetica **verbalizzazione degli incontri tenuti con gli azionisti**. Ciò, a maggior ragione, allorché detti incontri avvengano con azionisti – che propongano candidature e/o richiedano la sostituzione di amministratori in carica – titolari di partecipazioni suscettibili di influenzare significativamente il voto assembleare.

Un ulteriore profilo di condivisibile rilievo – come correttamente evidenziato da CONSOB nel citato Richiamo di Attenzione – riguarda il **comportamento degli amministratori** nel corso delle **riunioni** in cui si decida sulla **composizione** della lista di candidati del Consiglio di Amministrazione uscente e, in particolare, di fare **disclosure degli interessi degli amministratori** che abbiano, eventualmente, dichiarato la **disponibilità ad essere ricandidati** e, quindi, di una motivazione rafforzata sulla scelta del C.d.A.<sup>4</sup> Ciò specie in relazione alla necessità di valutare l'**esistenza di eventuali rapporti di collegamento**, rilevanti ai sensi della disciplina del “Voto di Lista”, tra la **lista presentata dal C.d.A. uscente** e le **liste eventualmente presentate da soci** che siano presenti, direttamente o indirettamente, nel medesimo Consiglio<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> L'applicazione di questi principi non dovrebbe, comunque, richiedere l'obbligo di astensione dalle delibere nelle ipotesi in cui tra i candidati della lista su cui deve votare il C.d.A. fosse anche presente il nominativo di uno o più degli amministratori in carica: questi ultimi, come appare pienamente condivisibile, dovrebbero poter prendere parte alla votazione.

<sup>5</sup> In tal senso, nel caso in cui gli amministratori siano anche soci o rappresentanti di soci dell'Emittente, viene richiamata l'attenzione, in particolare, sui seguenti specifici profili:

- da un lato, non appare critica – anche a nostro avviso – la partecipazione di tali amministratori alle fasi preparatorie dell'autovalutazione del C.d.A. e della definizione degli orientamenti ai soci sulla composizione qualitativa e quantitativa ottimale. Si tratta, infatti, di attività che non implicano l'individuazione specifica dei singoli candidati, bensì di una generica descrizione dei requisiti e delle competenze richieste per garantire la migliore composizione dell'organo amministrativo complessivamente inteso;

- dall'altro lato, CONSOB medesima invita a riflettere, nella prospettiva del collegamento tra liste, sulla partecipazione dei medesimi amministratori soci o esponenti di gruppi facenti capo ai soci a quelle attività che portano all'individuazione dei singoli candidati da includere nella lista ed alle attività di individuazione dei criteri di selezione specifici dei candidati medesimi. Ciò ci pare condivisibile in quanto gli amministratori che fossero soci o rappresentanti di soci dovrebbero, invero, preventivamente chiarire se intendano presentare autonomamente una propria lista e/o riservarsi la possibilità di farlo e, per l'effetto, stante la sussistenza di tale potenziale conflitto di interessi, astenersi dal partecipare ai lavori consiliari, fintantoché permanga detto potenziale conflitto. Proprio per tale motivo si ritiene che l'eventuale lista del socio presentata in parallelo a quella del Consiglio di Amministrazione non dovrebbe essere ammessa laddove (i) il socio stesso o un suo rappresentante diretto sia presente nella lista approvata dal C.d.A. uscente e (ii) il medesimo socio o suo rappresentante abbia concorso al processo di formazione e approvazione della lista del Consiglio di Amministrazione, anziché astenersi nei termini come sopra precisati.



Non da ultimo si condivide la previsione per cui sia data una **corretta e completa informazione in relazione alla lista presentata e sulle modalità di formazione di tale lista** (in particolare, illustrando la successione temporale del processo concretamente seguito per la formazione della lista e il contributo fornito dai soggetti che vi hanno partecipato, nonché sulle **maggioranze** con le quali sono state adottate le **delibere del Consiglio**), che possa favorire una adeguata conoscenza e valutazione da parte del mercato (investitori, *proxy advisor*) dell'intero processo seguito, per l'effetto consentendo ai **soci di assumere decisioni di voto informate**. Inoltre, sempre al fine di favorire l'informazione dei soci e consentire a questi ultimi di poter valutare le candidature proposte condividiamo l'opportunità di una **tempestiva pubblicazione della lista del Consiglio di Amministrazione**, con congruo anticipo rispetto al termine per il deposito delle liste dei soci e con l'eventuale indicazione dei candidati alle cariche di Presidente e Amministratore Delegato. Ciò, peraltro, è in linea con la prassi già diffusa<sup>6</sup>.

Nel contesto testé descritto, peraltro, il menzionato **Disegno di Legge**, all'art. 12 ("*Lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate*"), propone, come anticipato, l'**introduzione di meccanismi che non sembrano diretti** tanto ad **identificare un processo di maggiore trasparenza nei comportamenti degli amministratori uscenti** circa la scelta dei candidati da introdurre nelle liste da sottoporre all'approvazione dei soci, quanto, piuttosto, **ad introdurre vere e proprie limitazioni e/o ostacoli** alla possibilità per il **Consiglio di Amministrazione di presentare una propria lista** e di vedere eletti i propri candidati, oltre a creare **situazioni di incertezza** proprio nell'**esercizio del voto** da parte dei soci, **accrescendo** in misura sproporzionata la **complessità del voto assembleare** in tema di nomina degli organi sociali.

Nel progetto di legge si prevede, infatti, che il **Consiglio di Amministrazione** uscente deliberi sulla presentazione della lista per il rinnovo del medesimo organo con il **voto favorevole** di una **maggioranza qualificata**, pari ad almeno i **due terzi** dei suoi **componenti**. Si tratta di un intervento legislativo deputato ad incidere sul sistema decisionale dell'organo di amministrazione **privo di precedenti in altri ordinamenti** e che, al contempo, risulta **incoerente** con le scelte operate dal sistema italiano medesimo su **temi altrettanto importanti** e delicati, quali, ad esempio, la deliberazione delle **operazioni in conflitto di interesse** o delle **operazioni con parti correlate**, per i quali è stato, invece, confermato il **criterio della maggioranza assoluta dei presenti**, (salvo diversa disposizione statutaria). Basti pensare come, in un contesto in cui, in via esemplificativa, **ipotizzando** che almeno il **45%** dei **componenti** del Consiglio di Amministrazione in scadenza **non fosse riproposto per la nomina**, la soluzione come sopra prospettata finirebbe per rimettere la decisione circa l'opportunità di una presentazione di una

---

<sup>6</sup> Infine, condividiamo quanto osservato da CONSOB allorché assume che la nomina degli amministratori sulla base di una lista di candidati presentata dal C.d.A. non debba precludere la possibilità che un azionista, a cui alcuni amministratori siano legati, possa essere ritenuto come parte correlata. Infatti, la rappresentanza nel Consiglio di Amministrazione rientra tra le circostanze da prendere in considerazione, ai sensi dei principi contabili internazionali, al fine di valutare se un azionista possa o meno esercitare un'influenza significativa sulla società partecipata. Di talché, qualora nel Consiglio di Amministrazione fossero presenti, ad esempio, azionisti ovvero esponenti aziendali di un gruppo facente capo a questi ultimi, tale circostanza potrebbe assumere rilievo anche se i predetti amministratori fossero stati proposti nella lista presentata dal C.d.A. uscente e non da una lista presentata dai medesimi azionisti.

propria lista da parte del Consiglio di Amministrazione uscente in capo ad una **minoranza** (di solo **un terzo**) del Consiglio medesimo. Questa minoranza avrebbe senz'altro una significativa influenza sulla maggioranza del C.d.A. avendo un **potere di veto** che potrebbe utilizzare per **condizionare le scelte e forzare l'introduzione di candidati nell'ambito della lista**.

In secondo luogo, si propone che la **lista del Board** – e solo quella – **debba recare un numero di candidati** in ogni caso **pari al numero dei componenti da eleggere maggiorato di un terzo**. Ciò ingenera una **inaccettabile aleatorietà sulla composizione quanti-qualitativa dell'organo amministrativo** che, inevitabilmente, perderebbe la propria medesima coerenza e compattezza complessiva. Il Consiglio di Amministrazione, da una parte, dovrebbe **selezionare candidature che rispecchino la composizione quali-quantitativa** del medesimo organo come illustrata agli azionisti, (secondo le disposizioni regolamentari) e poi, dall'altra, **aggiungere** alcuni “**doppioni**”, in via solo parziale, ipotizzando uno **stravolgimento** di tale **composizione iniziale**. Invero, tale meccanismo **pregiudicherebbe in maniera grave** la preliminare **attività di identificazione e selezione dei profili** e delle **competenze professionali**, la cui presenza sia ritenuta necessaria per assicurare la **migliore composizione quali-quantitativa dell'organo amministrativo medesimo**. Sarebbe, inoltre, in parte pregiudicato lo stesso **reclutamento di candidati di elevato standing** nell'ambito di una **lista “sovrabbondante”**, ove alcuni dei candidati avrebbero la ragionevole certezza di non poter essere eletti, quand'anche la lista risultasse essere la più votata (ivi, pertanto, **figurando quali meri candidati “ombra” o “di riserva”**)<sup>7</sup>.

Altrettanto **ingiustificata** appare l'ulteriore previsione contenuta nel progetto di legge in esame secondo cui, allorché la **lista del Consiglio di Amministrazione uscente** risulti quella **maggiormente votata**, si debba, comunque, **procedere ad un'ulteriore votazione individuale di conferma** delle **candidature** proposte dal Consiglio, così, evidentemente, **introducendo una discrasia irragionevole** rispetto a quanto, invece, previsto per tutte le altre liste proposte dai soci, con la possibile prospettiva di non trascurabili **profili di incostituzionalità** di tale disposizione (i **voti espressi sulla lista del C.d.A. non** avrebbero, infatti, lo **stesso peso di quelli** espressi sulla **lista del socio**).

In altre parole, non solo la **lista del C.d.A.** dovrebbe essere formata da soggetti selezionati dopo un procedimento garantista e volto ad assicurare la trasparenza e la *disclosure* nel processo di selezione delle candidature e la loro rispondenza ai criteri quali-quantitativi all'uopo stabiliti (mentre, quella presentata da un socio, di maggioranza o di minoranza, non dovrebbe essere assistita dalle medesime garanzie) ma, **nel caso** in cui risultasse la **più votata**, sarebbe altresì l'**unica** ad essere **assoggettata** ad un **meccanismo** di successiva **conferma** delle relative candidature.

---

<sup>7</sup> La ragione di tale obbligo di una lista “sovrabbondante”, del resto, non appare logicamente comprensibile anche in relazione a quanto si potrebbe verificare (vedasi, ad esempio, le Assemblee Unicredit S.p.A. ed Enel S.p.A) in occasione di alcuni eventi assembleari, laddove il Consiglio di Amministrazione, proponga solamente un numero di candidati sufficienti ad assicurare la nomina della sola maggioranza dei componenti dell'organo amministrativo, per consentire ai soci di proporre liste e/o candidature deputate a completare il numero degli amministratori da eleggere.

Detto meccanismo, avrebbe l'**ulteriore conseguenza** di rendere **estremamente caotico** l'esercizio del **voto** da parte degli **azionisti terzi**, specie gli **investitori istituzionali italiani ed esteri**, nell'ambito del rinnovo delle cariche sociali. In tal senso, si pensi, infatti, solo esemplificativamente, al caso in cui, a fronte della presentazione di **tre liste** di cui, una di maggioranza, presentata dal Consiglio di Amministrazione uscente; l'altra sempre di maggioranza, presentata da un socio "rilevante"; la terza, presentata dagli investitori istituzionali "di minoranza", la **lista** presentata dal **Consiglio di Amministrazione** risulti quella **maggiormente votata**.

Orbene, in tale ipotesi, alla (ulteriore) **votazione individuale** su ciascun singolo candidato – come prospettata dalla predetta disposizione – sarebbero altresì **chiamati** a partecipare tutti coloro che avessero partecipato precedente votazione, e dunque anche coloro che avessero espresso la propria **preferenza** per la lista di "maggioranza" alternativa, presentata da un socio, e per quella di "minoranza" per la presentata dai soci istituzionali. Si può ben comprendere come in questo **scenario** una vero e proprio **caos**, in cui **non verrebbero eletti solo alcuni dei candidati** della lista del **C.d.A.**, senza che **neppure quelli** dell'altra lista di "maggioranza" li possano a "**sostituire**".

Peraltro, **chiunque** intenda manifestare il **proprio voto** per i **candidati** di "**minoranza**", conferendo delega, dovrà anche **fornire addizionali istruzioni di voto** - condizionate all'attivazione del prospettato meccanismo – **solo** su ciascuno dei **candidati proposti dal C.d.A. uscente**, e **non** già per **quelli della lista "alternativa"** e ciò a giustificazione della necessità di addivenire alla nomina dell'organo amministrativo nella sua interezza.

Solo la **presentazione agli investitori esteri ed italiani** di tale **meccanismo "bizantino" di voto** determinerà molte perplessità e **dubbi sulla effettiva rispondenza del nostro sistema** di governance in tema di elezione degli organi sociali ai **basilari principi di buona governance internazionale**.

Non da ultimo la **necessità di assicurare il voto per almeno due liste** comporta conseguenze non trascurabili anche in termini di **collegamento tra le liste**, atteso che, come è noto, tale **fattispecie** è **censurata** da quanto disposto all'art. **144-sexies, comma VI, del Regolamento Emittenti** ("**6. 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. Un candidato può essere presente in una sola lista, a pena di ineleggibilità.**")

Allo stesso modo, **non** altrimenti **comprensibile** – se non nell'ottica di voler ulteriormente aggravare la presentazione di una lista da parte del Consiglio di Amministrazione uscente, al contempo così irragionevolmente comprimendo l'autonomia statutaria – appare la **previsione** secondo cui, soltanto allorché la **lista maggiormente votata** risulti essere quella **del Consiglio di Amministrazione in scadenza**, sia **riservato** alle **altre liste** (in numero non superiore a due in ordine di consensi raccolti e

in proporzione ai voti da ciascuna riportati in assemblea) un **numero di amministratori non inferiore al 20 per cento del totale dei componenti dello stesso organo**, se il **totale dei voti raccolti da dette liste sia non superiore al 20 per cento del totale dei voti espressi**; mentre, se il **totale dei voti raccolti da dette liste sia superiore al 20 per cento del totale dei voti espressi**, i **componenti del nuovo Consiglio di Amministrazione di competenza delle minoranze sono assegnati proporzionalmente ai voti ottenuti dalle liste di minoranza** che abbiano conseguito **una percentuale di voti non inferiore al 3 per cento**.

Anche questa – **come le altre** – è **una previsione totalmente inedita nel panorama del diritto societario e finanziario**, anche **degli altri ordinamenti** e suscettibile di aggravare e di inutilmente irrigidire la governabilità di molte imprese, **creando incertezza e commistione** tra il **ruolo che dovrebbe svolgere una lista di maggioranza** e quello che deve svolgere una **lista di minoranza** e un vero e proprio **processo caotico nella elezione del C.d.A.** Non ci si addentra in tutte le complessità che tale previsione comporta, ma basti solo ipotizzare che la stessa dovrebbe comportare tra le varie il **moltiplicarsi di “candidature ombra” nelle liste di minoranza** e/o la presentazione di liste apparentemente di “minoranza” che in verità tendano ad **stravolgere** la composizione **quali quantitativa** del C.d.A che le **liste di maggioranza** dovrebbero **assicurare** all’atto della loro presentazione.

In definitiva, **tutti i meccanismi** che sono proposti nella disposizione in esame ci pare introducano una **disparità di trattamenti** ed una **asimmetria nell’esercizio del voto**, che **non trovano giustificazione** nella finalità che la norma si dovrebbe, invece, prefiggere, ovvero quella di assicurare un **meccanismo trasparente di elezione del Consiglio di Amministrazione**, anche nell’ipotesi in cui le candidature siano presentate dal Consiglio uscente, **né trovano precedenti** in alcun **ordinamento giuridico**, né in alcuna delle **prassi di mercato**.

L’occasione dovrebbe essere quella di **valorizzare** ciò che è **stato sperimentato** sino ad oggi sul mercato, prevedendo, anche a livello normativo, la possibilità per il Consiglio di Amministrazione di presentare una propria lista, nel rispetto dei presidi che il Richiamo di Attenzione sembra assicurare.

#### **Articolo 14 (Disposizioni in materia di voto maggiorato)**

In relazione al tema *sub (ii)*, il Disegno di Legge in esame propone, all’art. 14 (“*Disposizioni in materia di voto maggiorato*”), un rafforzamento delle previsioni normative che contemplan un potenziamento dei diritti di voto a mezzo, per l’appunto, dell’istituto del voto maggiorato.

Invero, è dato, sul punto, rilevare come, nel nostro ordinamento, **dette previsioni** potrebbero rischiare di contraddire gli stessi intenti (di incremento della competitività dei mercati) che la proposta di legge in esame dichiara di voler perseguire, costituendo, infatti, **piuttosto un disincentivo** alla quotazione e/o al mantenimento della stessa.

Quale osservazione di carattere generale, si rileva come, a livello internazionale, il **sistema del voto plurimo e del voto maggiorato** non sia ritenuto una misura ottimale per regolare gli assetti proprietari delle società (soprattutto delle società quotate), essendo **globalmente riconosciuto** il principio della *best practice* “**one share one vote**”. Un diverso sistema viene, dunque, valutato negativamente poiché ritenuto in **violazione** della **parità dei diritti di voto** dei soci, potendo così favorire un **arroccamento della posizione di alcuni azionisti**, i quali – senza alcun effettivo allineamento tra il rischio d’impresa e la misura del loro investimento – impongano decisioni e/o le blocchino, in funzione dei propri relativi interessi, a discapito di uno sviluppo sostenibile a lungo termine della società e, in ultima analisi, della posizione delle minoranze.

Ad ogni buon conto, si deve, comunque, rilevare come, a livello europeo, sia stato anche elaborato un insieme di proposte (c.d. “*Listing Act*”) che comprende anche una proposta di Direttiva, in fase di negoziato, avente ad oggetto azioni con voto plurimo per riportarle così nell’ambito di quelle società che intendono quotarsi per accedere ai mercati di crescita per le PMI.

La **finalità del voto maggiorato** sarebbe, dunque, quella di **promuovere la quotazione** e il ricorso al mercato delle società di ridotte dimensioni, fornendo, per il tramite di tale meccanismo, uno strumento di sicurezza nell’ambito della struttura di controllo e proprietaria delle società quotate. Al contempo, si introdurrebbe questo meccanismo per arginare fenomeni di *delisting* sul nostro mercato finanziario a favore di altri mercati concorrenti. Su tale questione, risulta utile rilevare, infatti, che il sistema a voto plurimo o maggiorato è oggi diffuso negli ordinamenti di altri Paesi Membri della Comunità Europea, tra cui quello olandese, verso cui sono migrate alcune Emittenti quotate italiane, anche importanti. Dunque, non c’è dubbio che la **variazione** qui in esame miri anche ad **evitare** che si assista ad un **disvantaggio competitivo** con altri Paesi europei in conseguenza della minore flessibilità di tale istituto nel nostro ordinamento. Deve comunque essere **sempre tenuto in considerazione** che la **migrazione** di alcune emittenti verso i mercati finanziari di altri Paesi europei è anche **legata a criticità** che non riguardano tanto gli assetti di controllo quanto **altre materie** come, ad esempio, il **trattamento fiscale** e/o il **funzionamento del sistema giudiziario** nel suo complesso.

In tale premessa, si sottolinea, comunque come all’**esercizio** del voto plurimo o **maggiorato** dovrebbero, in ogni caso, essere **associati** alcuni **presidi** per tutelare le minoranze le quali, infatti, potrebbero risultare pregiudicate al di fuori di un sistema “*one share, one vote*”, fatto proprio nelle *best practices* degli orientamenti internazionali, come prima chiarito. Del resto, anche la proposta europea si muove in questo senso, prevedendo, sebbene con un approccio facoltativo, alcune misure dirette a proteggere la posizioni dei soci di minoranza.

Detti presidi, come anche precisato in altri interventi, avrebbero, infatti, ad oggetto **limitazioni al trasferimento** ovvero la presenza **clausole di decadenza** (c.d. *sunset clause*) del voto maggiorato; nonché **limiti temporali assoluti**.

In altre parole, si dovrebbero adottare **meccanismi correttivi** che consentano di **prevedere la sussistenza del voto maggiorato e/o multiplo** solo in capo a **chi effettivamente** sia anche il **motore dell'impresa**, ovvero l'**imprenditore** di riferimento che ha **bisogno di capitali per far crescere la propria azienda** e non già per chi voi **non rivesta** più questo **ruolo** ed anzi, in realtà, lo utilizzi solo come strumento di abuso della propria posizione dominante.

Si fa presente, infine, che, a livello legislativo e/o regolamentare, andrebbe, in ogni caso, meglio specificato il regime relativo ai criteri per il computo della partecipazione azionaria nell'arco temporale di riferimento ai fini della maturazione dei diritti relativi al voto maggiorato per **investitori istituzionali**, gestori di portafogli, fondi comuni e investitori qualificati. Sotto tale profilo, infatti, **appare estremamente difficile**, se non impossibile, per detta tipologia di azionisti, tener conto delle **variazioni minime**, ma pur sempre frequenti, delle **proprie partecipazioni** nell'ambito delle **registrazioni** di cui al voto maggiorato. Si consideri, infatti, che, per tale tipologia di investitori, le operazioni di **trading limitato** sulle proprie partecipazioni fanno parte del **mandato fiduciario ricevuto**. Ciò al fine di cogliere opportunità di mercato e per una corretta gestione del proprio portafoglio azionario. Tali soggetti, infatti, al termine del periodo di riferimento, pur avendo eseguito su queste partecipazioni operazioni di acquisto e vendita, hanno comunque mantenuto mediamente una partecipazione costante su tali azioni che li dovrebbe legittimare a beneficiare del voto maggiorato. Non può essere messo in dubbio che la conservazione in un portafoglio di un determinato livello di azioni in un preciso arco temporale non viene meno laddove vengano effettuate **limitate operazioni di trading** aventi ad oggetto solo una minima parte di tali azioni. Ebbene, considerando, invece, che l'operatività di **trading** si basa, tra le varie, sul principio FIFO ("*first in – first out*"), ogni volta che tali titoli vengono movimentati si assiste, dunque, dapprima, ad una annotazione in uscita e, successivamente, in entrata; il che, come è facilmente intuibile, **impedisce** una **corretta registrazione** e rilevazione di tali movimentazioni per **accedere al voto maggiorato**, creando dei **costi di registrazione** all'**elenco degli azionisti** con voto maggiorato **tenuto dall'emittente** e/o notificazione certamente proibitivi. Per ogni singola operazione di **trading** in entrata e in uscita, infatti, dovrebbe essere effettuata, di volta in volta, l'iscrizione nell'elenco speciale, da cui, decorsi almeno ventiquattro mesi di titolarità ininterrotta, consegue il voto maggiorato. Ciò rende di fatto impossibile una corretta rilevazione dei relativi quantitativi per il calcolo del predetto termine (si dovrebbe, in ipotesi, ogni giorno dare conto di tali minime variazioni).

Sarebbe, dunque, **auspicabile** che la verifica che gli intermediari debbono espletare per attestare la titolarità ininterrotta delle azioni dall'**iscrizione nell'Elenco Speciale** per investitori istituzionali, gestori di portafogli, fondi comuni e investitori qualificati sia effettuata, non già basandosi sul **criterio della pura movimentazione** di tale partecipazione, bensì su quello della **media del numero di azioni** possedute nell'**arco temporale** di riferimento da cui si possa trarre – per l'appunto, in media – il possesso ininterrotto di un dato quantitativo di azioni.

**(ii) Articolo 19 (Delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti)**

Alla luce di tutto quanto sopra, deve, per l'effetto e non da ultimo, rilevarsi come l'articolo 19 (Delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti), a mezzo del quale il Disegno di Legge in esame espressamente delega il Governo ad adottare uno o più decreti legislativi per la riforma organica delle disposizioni vigenti in materia di mercati dei capitali (tra l'altro) *“nel rispetto dei principi costituzionali e in particolare della tutela del risparmio, dell'ordinamento dell'Unione europea e del diritto internazionale”*, trovi – **quanto alle previsioni contenute nell'art. 12** – una propria prima e fondamentale **contraddizione rispetto alle finalità che lo stesso testo normativo si è posto**. Quest'ultimo, infatti, come sopra argomentato – e quantomeno in relazione alla disposizione di cui all'art. 12 – si porrebbe **in contrasto con i principi di buona governance, di matrice sia nazionale sia internazionale**, rischiando così di contravvenire agli stessi intenti (di incremento della competitività dei mercati) come dichiaratamente perseguiti dalla proposta di legge in esame.

\*

Nel ringraziare nuovamente e sentitamente il Presidente, On. Marco Osnato, e tutti i componenti della Commissione per la disponibilità concessa, l'occasione ci è gradita per porgere i nostri più cordiali saluti.

Milano, 14 novembre 2023



Avv. Dario Trevisan