

# 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 permanente**  
**- Finanze e Tesoro**

c/o il Senato della Repubblica  
Palazzo Madama  
Piazza Madama  
00186 – Roma

Milano, 3 luglio 2023

**Oggetto: Disegno di Legge n. 674 recante “Interventi a sostegno della competitività dei capitali” - Audizione dell’Avv. Dario Trevisan**

Spett.le Sesta Commissione permanente - Finanze e Tesoro,

Stimatissimi Onorevoli Senatori,

Desideriamo, anzitutto, ringraziare il Presidente, Sen. Massimo Garavaglia, e i componenti di codesta Commissione per l’odierno invito e per l’opportunità concessa allo studio legale (“**Studio**”) che rappresento di poter svolgere alcune considerazioni che riteniamo possano essere di interesse, ai fini della valutazione delle modifiche legislative sottoposte al Vostro esame con il Disegno di Legge n. 674 recante “*Interventi a sostegno della competitività dei capitali*” (“**Disegno di Legge**”).

Il nostro intervento si concentrerà sulle tematiche inerenti all’esercizio dei c.d. diritti amministrativi riguardanti strumenti finanziari di emittenti (“**Emittenti**”) quotate alla Borsa Italiana S.p.A. (Gruppo Euronext) sia sul mercato Euronext Milan, sia sul segmento Euronext Growth Milan, ovvero anche in rapporto a società non quotate.

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 nelle assemblee ordinarie, straordinarie e speciali di Emittenti quotate o non quotate. Nell’ambito

di tale attività, lo Studio è in contatto con investitori istituzionali, banche depositarie, intermediari, *proxy advisors*, *proxy solicitors*, *services provider*, a livello nazionale ed internazionale, nonché con alcune associazioni nazionali internazionali a cui aderiscono rilevanti *asset owners* e *asset managers* e i loro rappresentanti, con la finalità di promuovere i principi di Corporate Governance e più in generale ESG - Environmental (Ambiente), Social (Sociale) e Governance), e ciò con riferimento anche a tematiche inerenti alla partecipazione agli eventi assembleari e all'esercizio dei diritti di voto da parte degli azionisti<sup>1</sup>.

Solo 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, ad oggi, ha riguardato circa 350 eventi assembleari.

In tale ambito, va anche rilevato come le regole relative alla partecipazione delle assemblee nelle società quotate e all'esercizio dei diritti di voto previste dal nostro ordinamento si siano evolute nel tempo per allinearle con gli *standard* internazionali, talvolta superandoli. A titolo esemplificativo, può essere evidenziato il livello di trasparenza garantito in relazione ai risultati delle votazioni, con la pubblicazione analitica e nominativa degli azionisti che, in proprio o per delega, hanno partecipato alle assemblee, con relativa indicazione dei voti espressi, il che rappresenta certamente un *unicum* virtuoso a livello europeo.

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

Riteniamo, in tal senso, utile riportare, qui di seguito, il totale dei voti che sono stati espressi in percentuale sul capitale, sia ordinario sia su quello 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.

---

<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/>).

Data assemblea degli azionisti 2022	ISIN	Emittente	% del totale delle azioni presenti e votanti sul capitale sociale 2022 (incluso il voto maggiorato)	% del totale delle azioni presenti e votanti degli investitori istituzionali rappresentati dallo Studio sul capitale sociale 2022 (escluso il voto maggiorato)	% del totale delle azioni presenti e votanti degli investitori istituzionali sul capitale sociale rappresentati dallo Studio votante in assemblea 2022 *(incluso il voto maggiorato)
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	Assicurazioni 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 una 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 TUF, 135-novies 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 e la loro votazione, da parte dei gestori (in prevalenza italiani) aderenti all'Associazione Italiana del Risparmio Gestito (Assogestioni). Nel 2022, lo Studio ha prestato assistenza per la presentazione di n. 78 liste di "minoranza" da parte della suddetta categoria di azionisti.

In questa sede intendiamo così offrire il nostro contributo concentrandoci sulle tematiche di cui agli articoli 12, 13 e 16 del Disegno di Legge che prevedono un intervento normativo relativamente allo svolgimento delle assemblee delle Emittenti, all'esercizio dei diritti di voto plurimo, nonché alle modalità di rappresentanza nelle predette assemblee.

### **Articolo 12 (svolgimento delle assemblee delle società per azioni quotate)**

Per il tramite del suddetto intervento normativo verrebbe consentito lo svolgimento delle assemblee delle società quotate, se previsto dallo statuto, tramite il Rappresentante Designato c.d. "esclusivo" ai sensi dell'art. 135-undecies TUF. Per tale via, si intende, dunque, rendere permanente una disposizione della cui formulazione anche il nostro Studio era stato coinvolto in sede di lavori preparatori, e che, di fatto, era stata introdotta e adottata per far fronte, da un lato, alle necessità di distanziamento sorte dall'emergenza epidemiologica da "COVID-19" e, dall'altro, per evitare la paralisi delle attività societarie, tenuto conto delle specifiche competenze attribuite dalla legge all'assemblea dei soci, quali, a titolo esemplificativo, l'approvazione del bilancio di esercizio o la nomina / rinnovo delle cariche sociali.

Tale strumento si è così rivelato efficace per mitigare le predette opposte e contingenti esigenze poiché è stato assicurato a tutti i soci di poter esercitare il proprio diritto

di voto per il tramite di un sistema di voto per delega a distanza e di trasmissione, anche in via elettronica, della medesima ad un unico soggetto, nominato in via esclusiva, rinunciando ad ogni intervento di persona stante la formula dello svolgimento dell'assemblea "a porte chiuse".

Tale strumento ha, quindi, permesso di superare le oggettive criticità che erano sorte in un contesto dove gli spostamenti erano inibiti da norme sulla salute e la sicurezza dei cittadini, non solo fra Stati europei, ma anche fra regioni e città italiane, nonché all'interno delle stesse e per cui la regola è stata quella del lavoro da remoto presso abitazioni private, sia di garantire, nel contempo, il voto assembleare.

Lo svolgimento dell'assemblea "a porte chiuse" per il tramite del Rappresentante Designato "esclusivo" è risultata una scelta adeguata in ragione di una particolare situazione di urgenza. Tuttavia, a fronte di una situazione che sta tornando a normalizzarsi, la stessa deve essere valutata attentamente.

a. ***Sugli orientamenti del Proxy Advisors e Organizzazioni internazionali***

In questo senso riteniamo, infatti, utile riportare qui di seguito quanto si può evincere da alcune *guidelines* dei principali operatori attivi a livello globale che offrono servizi di raccomandazione di voto per i propri clienti investitori istituzionali e fondi di investimento o organizzazioni che ne rappresentano gli interessi, in merito alla partecipazione alle assemblee c.d. "virtual meeting", ossia a quelle assemblee degli azionisti che si svolgono esclusivamente attraverso l'uso di tecnologia online, senza una corrispondente presenza fisica. Eventi assembleari, dunque, dove ciascun azionista, per invero, può partecipare, ma solo collegandosi da remoto. Riteniamo utile fare riferimento a tale fattispecie, in quanto il modello del c.d. Rappresentante Designato Esclusivo sopra descritto si avvicina molto a quello di una particolare ipotesi di *virtual meeting*, ovvero quella in cui non solo non venga consentita la partecipazione fisica dei soci ma solo telematica, ma anche ove non venga consentita alcuna diretta interazione e/o diritto di *voice* da parte degli azionisti che vi prendano parte per l'appunto in via telematica (un c.d. streaming passivo con la sola verifica dei voti per l'approvazione delle deliberazioni).

Dalla lettura di tali orientamenti si rileva, infatti, come già questa particolare tipologia di intervento – che di per sé non escluderebbe la totale partecipazione degli azionisti come nelle assemblee "a porte chiuse" – è valutata negativamente a livello globale, laddove non sia associata anche a quella "in presenza" (c.d. formula ibrida o "*hybrid meeting*") o comunque non sia assicurata una possibilità di intervento degli azionisti in via telematica in misura equivalente a quello "in persona".

- **Institutional shareholders services** - tratto dal sito web: “(ISS is a leading provider of corporate governance and responsible investment solutions, market intelligence, fund services, and events and editorial content for institutional investors and corporations, globally. ISS’ 2,600 employees operate worldwide across 29 global locations in 15 countries. Its approximately 3,400 clients include many of the world’s leading institutional investors who rely on ISS’ objective and impartial offerings, as well as public companies focused on ESG and governance risk mitigation as a shareholder value enhancing measure. Clients rely on ISS’ expertise to help them make informed investment decisions)”.

[traduzione libera: “(ISS è un fornitore leader di soluzioni di corporate governance e di investimento responsabile, di informazioni di mercato, di servizi per i fondi, di eventi e di contenuti editoriali per gli investitori istituzionali e le aziende, a livello globale. I 2.600 dipendenti di ISS operano in tutto il mondo attraverso 29 sedi in 15 Paesi. Tra i suoi circa 3.400 clienti figurano molti dei principali investitori istituzionali del mondo che si affidano alle offerte obiettive e imparziali di ISS, nonché società pubbliche che puntano sulla mitigazione dei rischi ESG e di governance come misura di valorizzazione per gli azionisti. I clienti si affidano all'esperienza di ISS per prendere decisioni di investimento informate)”].

- (i) Le “Proxy Voting Guidelines Benchmark Policy Recommendations” pubblicate il 13 dicembre 2021 a valere per le assemblee dal 1° febbraio 2022 hanno così precisato:

**“Virtual/Hybrid Meetings General Recommendation:** Generally vote for proposals allowing for the convening of hybrid\* shareholder meetings if it is clear that it is not the intention to hold virtual-only AGMs. Generally vote against proposals allowing for the convening of virtual-only\* shareholder meetings. \* The phrase “virtual-only shareholder meeting” refers to a meeting of shareholders that is held exclusively through the use of online technology without a corresponding in-person meeting. The term “hybrid shareholder meeting” refers to an in-person, or physical, meeting in which shareholders are permitted to participate online”

[traduzione libera: "**Raccomandazioni Generali per le Assemblee Virtuali/Ibride:** Votate generalmente a favore delle proposte che consentono la convocazione di assemblee degli azionisti ibride\* se è chiaro che non si intende tenere assemblee degli azionisti solo virtuali. Votate in generale contro le proposte che consentono la convocazione di assemblee degli azionisti solo virtuali\*. \* L'espressione "assemblea degli azionisti solo virtuale" si riferisce a un'assemblea degli azionisti che si tiene esclusivamente attraverso

*l'uso di tecnologie online senza una corrispondente assemblea di persona. L'espressione "assemblea degli azionisti ibrida" si riferisce a un'assemblea di persona, o fisica, a cui gli azionisti possono partecipare online"]*.

(ii) Le “*Proxy Voting Guidelines Benchmark Policy Recommendations*” pubblicate il 13 dicembre 2022 a valere per le assemblee dal 1° febbraio 2023 hanno, altresì, precisato:

*“Virtual/Hybrid Meetings General Recommendation: Generally vote for proposals allowing for the convening of hybrid shareholder meetings. Vote case-by-case on proposals concerning virtual-only meetings, considering:*

- *Whether the company has committed to ensuring shareholders will have the same rights participating electronically as they would have for an in-person meeting;*
- *Rationale of the circumstances under which virtual-only meetings would be held;*
- *In-person or hybrid meetings are not precluded;*
- *Whether an authorization is restricted in time or allows for the possibility of virtual-only meetings indefinitely; and*
- *Local laws and regulations concerning the convening of virtual meetings”*.

[traduzione libera: "**Raccomandazioni Generali per le Assemblee Virtuali/Ibride:** *Votate generalmente a favore delle proposte che consentono la convocazione di assemblee degli azionisti ibride. Votare caso per caso sulle proposte relative alle assemblee solo virtuali, considerando:*

- *se la società si è impegnata a garantire agli azionisti che partecipano in via elettronica gli stessi diritti che avrebbero per un'assemblea in presenza;*
- *la motivazione delle circostanze per le quali le assemblee si tengono solo in via virtuale;*
- *Le assemblee di persona o ibride non sono precluse;*
- *se l'autorizzazione è limitata nel tempo o se prevede la possibilità di riunioni solo virtuali a tempo indeterminato; e*
- *Le leggi e i regolamenti locali relativi alla convocazione di riunioni virtuali"]*.

- **Glass Lewis** - tratto dal sito web: “(GL customers include the majority of the world’s largest pension plans, mutual funds, and asset managers, collectively managing over \$40 trillion in assets. We have teams located across the United States, Europe, and Asia-

*Pacific giving us global reach with a local perspective on the important governance issues)”*.

[traduzione libera: “(i clienti di GL comprendono la maggior parte dei più grandi piani pensionistici, fondi comuni e gestori patrimoniali del mondo, che gestiscono collettivamente oltre 40.000 miliardi di dollari di patrimonio. Abbiamo team dislocati negli Stati Uniti, in Europa e nell'Asia-Pacifico, che ci permettono di avere una portata globale con una prospettiva locale sulle importanti questioni di governance)”].

Per il mercato Europa Continentale:

(i) le “2022 Policy Guidelines” relative alle assemblee 2022 hanno previsto:

**“Virtual Shareholder Meetings:**

*Most European countries have now adopted, or are in the process of formalising, legislation to allow for companies to hold virtual shareholder meetings. This legislative process has been accelerated by COVID-19, which led to most European companies holding shareholder meetings with restricted in-person attendance in 2020 and 2021.*

*Glass Lewis unequivocally supports companies facilitating the virtual participation of shareholders in general meetings. We believe that virtual meeting technology can be a useful complement to a traditional, in-person shareholder meeting by expanding participation of shareholders who are unable to attend a shareholder meeting in person (i.e. a "hybrid meeting"). However, we also believe that virtual-only shareholder meetings can curb the ability of a company's shareholders to participate in the meeting and meaningfully communicate with company management and directors.”*

[traduzione libera: “**Riunioni virtuali degli azionisti:**

*La maggior parte dei Paesi europei ha adottato, o sta formalizzando, una legislazione che consente alle società di organizzare assemblee virtuali degli azionisti. Questo processo legislativo è stato accelerato dalla COVID-19, che ha portato la maggior parte delle società europee a tenere assemblee degli azionisti con partecipazione limitata di persona nel 2020 e 2021.*

*Glass Lewis sostiene inequivocabilmente le società che facilitano la partecipazione virtuale degli azionisti alle assemblee generali. Riteniamo che la tecnologia delle assemblee virtuali possa essere un utile complemento alle tradizionali assemblee degli azionisti, ampliando la partecipazione degli azionisti che non sono in grado di partecipare di persona a un'assemblea degli azionisti (ossia una "assemblea ibrida"). Tuttavia, riteniamo anche che le assemblee degli azionisti solo virtuali possano limitare*



la capacità degli azionisti di una società di partecipare all'assemblea e di comunicare in modo significativo con il management e gli amministratori della società."].

- (ii) le “2023 Policy Guidelines” relative alle assemblee 2023 hanno riportato il medesimo contenuto.

- **International Corporate Governance Network** – tratto dal sito web: “(The ICGN’s perseverance is due in large measure to the core of global funds and other financial institutions—representing more than \$15 trillion in assets on the 10th anniversary of the founding meeting—that sustain it)”. [traduzione libera: “(la determinazione dell’ICGN è dovuta in gran parte al nucleo di fondi globali e altre istituzioni finanziarie - che rappresentano oltre 15.000 miliardi di dollari di attività al 10° anniversario della riunione di fondazione - che lo sostengono)”].

- (i) Il documento “ICGN Global Governance Principles 2021” così riporta:

**“Principle 10: Shareholder meetings**

10.2 Meeting format Annual General Meetings (AGM) and shareholder-called meetings should allow for the physical presence of participants, including provision for voting electronically by proxy, and ensure live interaction is possible with the board and management. Hybrid formats (allowing both physical and virtual participation) which provide a meaningful opportunity for shareholders to participate in the meeting and interact with board and management should be encouraged. When virtual-only meetings are held, the board should explain why this format is necessary; and audio-only meetings should be discouraged. The technology chosen for virtual meetings must be reliable and allow democratic access for all participants to facilitate open dialogue, allowing shareholders to voice concerns and provide feedback without undue censorship”.

[traduzione libera: “**Principio 10: Assemblee degli azionisti**

10.2 Il formato delle assemblee generali annuali (AGM) e quello per gli azionisti convocate devono consentire la presenza fisica dei partecipanti, compresa la possibilità di votare elettronicamente per delega, e garantire la possibilità di interagire dal vivo con il consiglio di amministrazione e il management. Dovrebbero essere incoraggiati i formati ibridi (che consentono la partecipazione sia fisica che virtuale) che offrono agli azionisti un'opportunità significativa di partecipare all'assemblea e di interagire con il consiglio di amministrazione e la direzione. Quando si tengono riunioni solo virtuali, il Consiglio di amministrazione deve spiegare perché questo formato è necessario; le riunioni solo audio devono essere scoraggiate. La tecnologia scelta per le riunioni

*virtuali deve essere affidabile e consentire l'accesso democratico a tutti i partecipanti per facilitare un dialogo aperto, permettendo agli azionisti di esprimere le proprie preoccupazioni e fornire feedback senza indebite censure".*

- **Council of Institutional Investors** – dal sito web: “(The Council of Institutional Investors is a nonprofit, nonpartisan association of U.S. public, corporate and union employee benefit funds, other employee benefit plans, state and local entities charged with investing public assets, and foundations and endowments with combined assets under management of approximately \$4 trillion.)”. [traduzione libera: “(Il Council of Institutional Investors è un'associazione senza scopo di lucro e apartitica che riunisce fondi di previdenza per i dipendenti pubblici, aziendali e sindacali degli Stati Uniti, altri piani di previdenza per i dipendenti, enti statali e locali incaricati di investire il patrimonio pubblico, fondazioni e dotazioni con un patrimonio complessivo in gestione di circa 4.000 miliardi di dollari)”].
  
- (i) Le “Policies on Corporate Governance” di CII, come anche aggiornate al 6 marzo 2023, così prevedono:

*“4.1 **Meeting Format and Timing:** Companies should consider that many investors have a preference for in-person meetings, but companies should also be afforded the flexibility to choose an in-person, hybrid or virtual-only format depending on their shareowner base and current circumstances. Companies incorporating virtual technology into their shareowner meeting should use it as a tool for broadening, not limiting, shareowner meeting participation. Companies are encouraged to disclose the circumstances under which virtual-only meetings would be held and to allow for comparable rights and opportunities for shareholders to participate electronically as they would have during an in-person meeting”.*

[traduzione libera: “4.1 **Formato e calendario delle riunioni:** Le società devono tenere conto del fatto che molti investitori preferiscono le assemblee in presenza, ma devono anche avere la flessibilità di scegliere un formato in presenza, ibrido o solo virtuale, a seconda della loro base di azionisti e delle circostanze attuali. Le società che incorporano la tecnologia virtuale nelle loro assemblee degli azionisti dovrebbero utilizzarla come strumento per ampliare, e non limitare, la partecipazione alle assemblee degli azionisti. Le società sono incoraggiate a rendere note le circostanze in cui si terranno le assemblee solo virtuali e a consentire agli azionisti di partecipare per via elettronica con diritti e opportunità comparabili a quelli che avrebbero durante un'assemblea di persona”].

(ii) Il documento denominato “*CII Statement on Virtual Shareholder Meetings During Public Health Emergency*” [traduzione libera: “Dichiarazione di CII sulle assemblee virtuali degli azionisti durante l'emergenza sanitaria pubblica”] così riporta:

*“Washington, D.C., March 16, 2020—The Council of Institutional Investors (CII) anticipates that in light of concerns related to coronavirus (Covid-19), a number of public companies will move to virtual-only formats for spring annual shareholder meetings. “Given coronavirus concerns,” said CII Executive Director Ken Bertsch, “it is entirely reasonable that some companies will go to virtual-only annual meetings.” Bertsch added that CII hopes that companies “will make it clear that this decision is a one-off, tailored for current circumstances.” He also urged companies to follow best practices “for making virtual meetings participatory, replicating as much as possible the experience of an in-person meeting.” And he said that “companies that do hold in-person meetings should be flexible with shareholder proponents on presentation of shareholder proposals, accommodating travel restrictions that they may face.” CII generally has opposed virtual-only shareholder meetings, in favor of a hybrid approach...”*

[traduzione libera: “Washington, D.C., 16 marzo 2020 - Il Council of Institutional Investors (CII) prevede che, alla luce delle preoccupazioni legate al coronavirus (Covid-19), un certo numero di società pubbliche passerà a formati solo virtuali per le assemblee annuali degli azionisti di primavera. “Date le preoccupazioni legate al coronavirus”, ha dichiarato il direttore esecutivo della CII Ken Bertsch, “è del tutto ragionevole che alcune società passino a riunioni annuali solo virtuali”. Bertsch ha aggiunto che il CII spera che le società “chiariscano che questa decisione è una tantum, adattata alle circostanze attuali”. Ha inoltre esortato le società a seguire le migliori pratiche “per rendere le riunioni virtuali partecipative, replicando il più possibile l'esperienza di una riunione di persona”. E ha aggiunto che “le società che organizzano assemblee di persona dovrebbero essere flessibili con i sostenitori degli azionisti per quanto riguarda la presentazione delle proposte degli azionisti, tenendo conto delle limitazioni di viaggio che possono incontrare”. Il CII si è generalmente opposto alle assemblee degli azionisti solo virtuali, a favore di un approccio ibrido”].

#### **a. Sugli orientamenti di alcune asset management company a livello globale**

Su tali basi, a titolo meramente esemplificativo e non esaustivo, si ritiene utile anche riportare alcuni orientamenti di alcune tra le più importanti società di gestione del risparmio (c.d. “asset management company”) a livello globale, scusandoci se, per ragioni

di spazio, non abbiamo potuto riportare e/o citare moltissime altre società di pari importanza che svolgono tale attività.

- **Blackrock**

- (i) Le “*Proxy voting guidelines for U.S. securities*” pubblicate a gennaio 2023 così prevedono:

***“Virtual meetings***

*Shareholders should have the opportunity to participate in the annual and special meetings for the companies in which they are invested, as these meetings facilitate an opportunity for shareholders to provide feedback and hear from the board and management. While these meetings have traditionally been conducted in-person, virtual meetings are an increasingly viable way for companies to utilize technology to facilitate shareholder accessibility, inclusiveness, and cost efficiencies. Shareholders should have a meaningful opportunity to participate in the meeting and interact with the board and management in these virtual settings; companies should facilitate open dialogue and allow shareholders to voice concerns and provide feedback without undue censorship. Relevant shareholder proposals are assessed on a case-by-case basis.”*

[traduzione libera: “***Assemblee virtuali***

*Gli azionisti dovrebbero avere la possibilità di partecipare alle assemblee annuali e speciali delle società in cui investono, in quanto queste assemblee offrono agli azionisti l'opportunità di fornire un feedback e di ascoltare il consiglio di amministrazione e il management. Sebbene queste assemblee si svolgano tradizionalmente di persona, le assemblee virtuali sono un modo sempre più praticabile per le società di utilizzare la tecnologia per facilitare l'accessibilità degli azionisti, l'inclusione e l'efficienza dei costi. Gli azionisti devono avere un'opportunità significativa di partecipare alle assemblee e di interagire con il consiglio di amministrazione e il management in questi contesti virtuali; le società devono favorire un dialogo aperto e consentire agli azionisti di esprimere le proprie preoccupazioni e fornire feedback senza indebite censure. Le proposte degli azionisti vengono valutate caso per caso”].*

- **Vanguard**

- (i) Come riportato nella “*Proxy voting policy for U.S. portfolio companies*”:

*“Hybrid/virtual meetings. A fund will generally support proposals seeking to conduct "hybrid" meetings (in which shareholders can attend a meeting of the company in person or elect to participate online). A fund may vote for proposals to conduct "virtual-only"*

meetings (held entirely through online participation with no corresponding physical meeting). To date, data show that virtual meetings can be an effective way to increase shareholder participation and reduce costs. Virtual meetings should not curtail rights- e.g., by limiting the ability for shareholders to ask questions. A fund will consider support if:

- meeting procedures and requirements are disclosed ahead of a meeting;
- a formal process is in place to allow shareholders to submit questions to the board;
- real-time video footage is available and attendees can call into the meeting or send a recorded message; and
- shareholder rights are not unreasonably curtailed.”

[traduzione libera: “*Riunioni ibride/virtuali. Un fondo generalmente sosterrà le proposte volte a condurre assemblee "ibride" (in cui gli azionisti possono partecipare di persona a un'assemblea della società o scegliere di partecipare online). Un fondo può votare a favore di proposte per lo svolgimento di assemblee "solo virtuali" (tenute interamente attraverso la partecipazione online, senza alcuna riunione fisica corrispondente). Ad oggi, i dati dimostrano che le assemblee virtuali possono essere un modo efficace per aumentare la partecipazione degli azionisti e ridurre i costi. Le assemblee virtuali non devono limitare i diritti, ad esempio limitando la possibilità per gli azionisti di porre domande. Un fondo prenderà in considerazione il supporto se:*

- le procedure e i requisiti per le assemblee sono resi noti prima dell'assemblea;
- è previsto un processo formale che consenta agli azionisti di porre domande al Consiglio di amministrazione;
- sono disponibili riprese video in tempo reale e i partecipanti possono telefonare alla riunione o inviare un messaggio registrato; e
- i diritti degli azionisti non siano irragionevolmente limitati”].

- **Fidelity International Asset Management**

(i) Nel relativo editoriale pubblicato in data 24 marzo 2022 così viene riportato:

*“When the pandemic first hit, it drove a slew of legislation globally allowing companies to hold meetings exclusively online. As these powers begin to expire, some in the coming months, many companies are going to want to amend their articles of association to entrench such meetings as a norm. But, in our experience, a permanent switch to virtual-only meetings would be bad for shareholders. As companies seek to incorporate virtual formats into their shareholder meetings, Fidelity International has tended to support*

*meetings offering a hybrid of in-person and virtual formats, or a limited number of virtual-only meetings conducted under pre-specified conditions.*

*There are several reasons for this stance. We believe that the in-person format still offers shareholders a pivotal say in governance. Other formats could make it easier for managements to shunt aside or downplay unwelcome questions or proposals from investors. In Southeast Asia, the Malaysia-based Minority Shareholders Watch Group last year said questions submitted by its staff during virtual shareholder meetings were ignored, and some were not even read out. In Germany, Fidelity two years ago chose to send an in-person representative to one contentious meeting - a departure from the usual practice of institutional investors relying on proxy voting - when we needed to respond to a controversial board election.*

*An in-person platform allows shareholders to command attention and add emphasis should they want to deliver a statement, ask pointed questions, or defend their rights. And not everyone has the same private access to senior managements as institutional investors do*".

[traduzione libera: "Quando la pandemia ha colpito per la prima volta, ha dato il via a una serie di leggi a livello globale che consentono alle società di tenere riunioni esclusivamente online. Quando questi poteri inizieranno a scadere, in alcuni casi nei prossimi mesi, molte società vorranno modificare i loro statuti per rendere queste assemblee una norma. Tuttavia, secondo la nostra esperienza, un passaggio permanente a riunioni esclusivamente virtuali sarebbe negativo per gli azionisti. Quando le società cercano di incorporare formati virtuali nelle loro assemblee degli azionisti, Fidelity International tende a sostenere le assemblee che offrono un ibrido di formati virtuali e di persona, o un numero limitato di assemblee solo virtuali condotte in condizioni prestabilite.

*Le ragioni di questa posizione sono molteplici. Riteniamo che il formato in presenza offra ancora agli azionisti un'importante voce in capitolo nella governance. Altri formati potrebbero rendere più facile per il management scansare o minimizzare le domande o le proposte sgradite degli investitori. Nel Sud-Est asiatico, l'anno scorso il Minority Shareholders Watch Group, con sede in Malesia, ha dichiarato che le domande presentate dal suo staff durante le assemblee virtuali degli azionisti sono state ignorate, e alcune non sono state nemmeno lette. In Germania, due anni fa Fidelity ha scelto di inviare un rappresentante di persona a un'assemblea controversa - discostandosi dalla prassi abituale degli investitori istituzionali che si affidano al voto per delega - quando era necessario rispondere a un'elezione controversa del consiglio di amministrazione. Una*

*piattaforma di persona permette agli azionisti di attirare l'attenzione e di aggiungere enfasi nel caso in cui vogliano rilasciare una dichiarazione, porre domande precise o difendere i propri diritti. E non tutti hanno lo stesso accesso privato al management di vertice come gli investitori istituzionali"]*.

- **J.P. Morgan Asset Management**

(i) Le “Global proxy voting guidelines” marzo 2023 così prevedono:

*“L. Virtual Only Annual General Meeting: Annual stockholders’ meetings should allow fair and open access for dialogue between the management of the company and shareholders. We have concerns that there may be restrictions on shareholder participation in a virtual only annual general meeting. Such a meeting should only be held in exceptional circumstances, such as during pandemic, and that companies should explain why it is necessary to hold the meeting in this manner. Generally vote for management proposals allowing for the convening of shareholder meetings by electronic means, so long as the governing documents do not prohibit in-person meetings”*.

[traduzione libera: “L. **Assemblea generale annuale solo virtuale**: Le assemblee annuali degli azionisti dovrebbero consentire un accesso equo e aperto al dialogo tra il management della società e gli azionisti. Temiamo che possano esserci restrizioni alla partecipazione degli azionisti a un'assemblea generale annuale solo virtuale. Tale assemblea dovrebbe essere tenuta solo in circostanze eccezionali, come ad esempio durante una pandemia, e le società dovrebbero spiegare perché è necessario tenere l'assemblea in questo modo. In generale, votate a favore delle proposte del management che consentono la convocazione delle assemblee degli azionisti per via elettronica, a condizione che i documenti amministrativi non vietino le assemblee in presenza”].

- **EOS at Federated Hermes**

(i) Il documento “Principles of Annual Meeting Good Practice February 2021” così prevede:

*“1. Format of attendance: “We believe hybrid meetings are the optimal structure, combining the benefits of both physical and virtual formats, namely: a) Physical attendance enables in-person engagement between company representatives and shareholders both during, as well as before and after, the meeting. The board, management and other staff should welcome these opportunities for more informal, as well as formal, engagement and dedicate appropriate time to this. Physical attendance facilitates an important accountability/escalation point that is likely to be more immediate*

*and effective than a mediated interaction via an online platform. Also, online platforms are still being tried and tested and as yet are not conclusively enabling the same level of engagement by shareholders as physical attendance would. b) Virtual attendance enables broad access from an international shareholder base who may also need to vote or attend multiple meetings in a day. It also reduces travel requirements on both the company and shareholders.”*

[traduzione libera: “1. Formato di partecipazione: “Riteniamo che le assemblee ibride siano la struttura ottimale, in quanto combinano i vantaggi dei formati fisici e virtuali, ovvero: a) la partecipazione fisica consente un impegno in prima persona tra i rappresentanti della società e gli azionisti sia durante che prima e dopo l’assemblea. Il consiglio di amministrazione, la direzione e gli altri membri del personale dovrebbero accogliere con favore queste opportunità di impegno più informale e formale e dedicarvi un tempo adeguato. La presenza fisica facilita un importante punto di responsabilità/escalation che probabilmente sarà più immediato ed efficace di un’interazione mediata da una piattaforma online. Inoltre, le piattaforme online sono ancora in fase di sperimentazione e non consentono ancora di ottenere lo stesso livello di impegno da parte degli azionisti che si otterrebbe con la partecipazione fisica. b) La partecipazione virtuale consente un ampio accesso da parte di una base di azionisti internazionali che possono anche avere bisogno di votare o di partecipare a più assemblee in un giorno. Inoltre, riduce le esigenze di viaggio sia per la società che per gli azionisti”.

\*

Dalla lettura dei suddetti orientamenti internazionali emerge, dunque, una valutazione negativa per quelle forme di partecipazione alle assemblee che escludono totalmente la possibilità di interazione dei soci, sia che avvenga in forma fisica, sia in via telematica, come quelle “a porte chiuse” tramite il Rappresentante Designato. Ciò in quanto viene ravvisato il rischio di una possibile limitazione dei diritti dei soci di informativa e discussione con l’organo di gestione nel corso dell’assemblea, anche ai fini di poter assumere le decisioni di voto, ovvero di interagire e/o sensibilizzare, attraverso un contatto diretto in un contesto formale su alcune tematiche, gli organi delegati alla gestione, i componenti dell’organo gestorio e/o di controllo e/o gli altri azionisti presenti. In questo senso, a livello internazionale, l’assemblea di Emittenti quotate soprattutto dove sussiste un azionariato diffuso, non solo viene considerata come quel corretto luogo di confronto tra gli azionisti e gli amministratori, ma è anche ritenuta da alcune Emittenti come un momento di interazione



e visibilità mediatica verso i propri *stakeholders* che, diversamente, sarebbe totalmente inibito da una formula a “porte chiuse”, dove l’evento assembleare si riduce esclusivamente ad una conta dei voti. Se, infatti, è pur vero che non sia così frequente la partecipazione e l’intervento diretto di investitori istituzionali e/o fondi di investimento nelle assemblee di Emittenti quotate, è anche vero che, quando si verificano situazioni particolari, questo ha luogo quasi sempre e diventa un’esigenza sentita e contingente, da parte degli stessi. Inoltre, è un fatto noto che si assista sempre di più alla partecipazione e intervento di investitori istituzionali e/o fondi comuni di investimento che sollevano questioni in relazione alle tematiche ESG, le quali diventeranno sempre più centrali nel dibattito assembleare.

In tale contesto, va altresì sottolineato come la figura del Rappresentante Designato, che è risultato un valido strumento al servizio del voto per delega per gli azionisti, non vada affatto abolita ma semmai potenziata, in allineamento ai descritti orientamenti internazionali. Il ruolo del Rappresentante Designato potrebbe così diventare - per intervento legislativo - uno strumento per agevolare l’esercizio del voto da parte degli azionisti, (i) indipendentemente da una previsione statutaria e consentendogli (ii) di raccogliere le deleghe e/o sub-deleghe dagli azionisti nella formula oggi prevista. Diversamente – senza tale intervento – non sarebbe ammissibile per il Rappresentante Designato combinare la raccolta delle deleghe ex art. 135-*undecies* del TUF (D.lgs. 58/98), con quelle dell’art. 135-*novies* del TUF e/o con le sub-deleghe (queste ultime neanche possibili per il c.d. delegato comune e/o *Proxy Voting Agent*). Ciò, tuttavia, senza attribuirgli la possibilità di effettuare la raccolta delle deleghe in esclusiva su un modello di assemblea “a porte chiuse”, quale strumento per sostituire l’assemblea “in presenza” o in forma “ibrida”, che invece sono ritenute a livello globale formule necessarie ad assicurare la corretta interazione tra gli azionisti e gli organi sociali, soprattutto per quelle società a grande capitalizzazione dove la concentrazione del capitale non sia in capo a pochi soggetti.

Il Rappresentante Designato, dunque, dovrebbe porsi come uno strumento - legislativamente previsto e senza bisogno di modifiche statutarie - al servizio all’assemblea dei soci, da celebrarsi “in presenza”, per garantire agli azionisti un soggetto che facilita l’esercizio dei voti per delega non in via esclusiva, così consentendo anche a quelli che non volessero avvalersi di tale strumento, di partecipare “in presenza” o in via “telematica” con la possibilità di un’interazione diretta (salve le eventuali limitazioni di cui si dirà a breve).

Per il tramite di un intervento normativo sull’art. 135-*undecies* TUF, tale figura potrebbe rimanere - quanto alla facoltà ed estensione della raccolta delle deleghe (sia ex art. 135-*undecies* del TUF, sia ex art. 135-*novies* del TUF e/o sia per subdeleghe) - ancorata a

quei presupposti per i quali era stata introdotta e che sono risultati appropriati, e ciò a valere sia per le società quotate, sia per le non quotate (ci si riferisce a quelle ad esempio che sono trattate sui sistemi multilaterali di scambio quale il segmento del Milan Growth), indipendentemente da previsioni statutarie.

Tanto più che gli azionisti che se ne dovessero avvalere - rispetto a quelli “in presenza” – potrebbero, comunque, beneficiare di quel sistema di confronto a distanza, già previsto dal nostro ordinamento e utilizzato durante i lavori assembleari “a porte chiuse”, caratterizzato dall’inoltro di domande sulle materie all’ordine del giorno e dalla pubblicazione delle relative risposte da parte della società in anticipo rispetto alla data dell’assemblea.

#### ***b. Sulle esigenze delle Emittenti***

In tale scenario, si ritiene, altresì, utile riportare quanto emerso a seguito di una serie di consultazioni effettuate con le principali Emittenti sul tema dell’assemblea “a porte chiuse” per il tramite del Rappresentante Designato “esclusivo”. Sia dalle consultazioni con tali Emittenti – sia anche dalla lunga verifica empirica ricca di esempi e riferimenti in tutto l’arco dei 25 anni di attività di questo Studio – è emerso che uno dei principali motivi (se non l’unico) per cui (in assenza di problematiche legate a doveri di distanziamento per ragioni di salute pubblica) si vorrebbe utilizzare lo strumento dell’assemblea “a porte chiuse” è, nella sostanza, legato all’opportunità di poter arginare l’intervento in assemblea dei c.d. “soci disturbatori” e/o di azionisti il cui interesse non è affatto legato al valore (anche in ipotesi relativamente esiguo) del proprio investimento. Questo sì, purtroppo, è un fenomeno che caratterizza le modalità di svolgimento delle assemblee delle Emittenti quotate italiane, laddove, persone fisiche, titolari di una partecipazione del tutto irrisoria (ad esempio 1 o 2 azioni), senza alcun manifesto interesse economico sottostante le stesse, si accreditano e partecipano ai lavori assembleari, al solo fine di assumere un comportamento di disturbo o, comunque, defatigatorio, al fine di ottenere dei vantaggi che non sono affatto legati alla valorizzazione delle loro partecipazioni e/o alla migliore valutazione del loro investimento nei relativi titoli. Ci si immagini come più interventi - che possono durare, con le repliche, 30/40 minuti ciascuno, su più punti all’ordine del giorno e svolti da più persone - incidano sulla durata dell’assemblea – a volte allungata di parecchie ore – e, dunque, con un sensibile incremento sia dei costi effettivi legati ai consulenti ingaggiati per dare assistenza alla Società, sia a quelli impliciti *in primis* degli organi delegati e poi del *management* che assistono ai lavori assembleari, anche per fornire le relative risposte, senza considerare altre tipologie di costo legate alla durata dell’assemblea. Inoltre, di solito, l’intervento viene anche

volutamente svolto su questioni e richieste di informazioni di dettaglio del tutto avulse dal contesto di riferimento e prive di interesse anche per gli altri azionisti che, invece, intervengono in proprio o per delega in quanto portatori di un effettivo interesse economico sottostate le loro partecipazioni. Ciò si traduce in una limitazione effettiva al corretto e concreto confronto sulle tematiche di cui materie all'ordine del giorno.

Il fenomeno distorsivo è presente anche in altri mercati, i quali stanno adottando soluzioni alternative per rendere così più efficace il dialogo assembleare tra gli azionisti e l'organo di gestione. In questi termini si cita il meccanismo adottato dall'ordinamento spagnolo che mira a favorire la discussione degli azionisti "in presenza" per coloro che detengano una quota predeterminata minima di capitale sociale. Soggetti che, dunque, risultano portatori di un effettivo e concreto interesse alla discussione, rispetto ai titolari di quantitativi irrisori, ai quali sarebbe, comunque, garantita dialettica scritta, tramite l'utilizzo del sistema delle domande pre-assembleari e i loro diritti di voto. Sulla base di tale meccanismo l'unica limitazione riguarderebbe la possibilità di intervento verbale in assemblea, ben potendo tali soggetti comunque presenziare di persona ed esercitare il voto sulle poche azioni di cui risultano titolari.

Si tratterebbe di consentire all'organo amministrativo nell'ambito dell'avviso di convocazione di subordinare l'esercizio del diritto di intervento nella discussione assembleare ad un minimo di significatività della partecipazione. La possibile determinazione della quota partecipativa potrebbe attestarsi ad un limite quantitativo di azioni per un controvalore molto basso, ad esempio, euro 10.000,00, da calcolarsi con riferimento al prezzo ufficiale registrato alla fine della giornata di negoziazione dei relativi titoli alla data di legittimazione dell'azionista all'esercizio del diritto di voto nell'assemblea ai sensi dell'articolo 83-sexies TUF (c.d. "**Record Date**") (Art. 83-sexies "*(Diritto d'intervento in assemblea ed esercizio del voto)* 1. La legittimazione all'intervento in assemblea e all'esercizio del diritto di voto è attestata da una comunicazione all'emittente, effettuata dall'intermediario, in conformità alle proprie scritture contabili, in favore del soggetto a cui spetta il diritto di voto. 2. Per le assemblee dei portatori di strumenti finanziari ammessi alla negoziazione con il consenso dell'emittente nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione italiani o di altri Paesi dell'Unione europea, la comunicazione prevista al comma 1 è effettuata dall'intermediario sulla base delle evidenze dei conti indicati all'articolo 83 quater, comma 3, relative al termine della giornata contabile del settimo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea. Le registrazioni in accredito o in addebito compiute sui conti successivamente a tale termine non rilevano ai fini della legittimazione all'esercizio del diritto di voto nell'assemblea. Ai

*fini della presente disposizione si ha riguardo alla data della prima convocazione purché le date delle eventuali convocazioni successive siano indicate nell'unico avviso di convocazione; in caso contrario si ha riguardo alla data di ciascuna convocazione.”),*

La limitazione – si ribadisce - non sarebbe per nulla anomala in quanto non impatterebbe sul contenuto sostanziale del diritto di voto, né, tantomeno, del diritto di partecipazione agli utili che permarrebbero in capo all'azionista nella loro interezza, e neppure sulla possibilità di presenziare di persona, tuttavia, senza diritto di intervento verbale. Già il nostro ordinamento prevede delle soglie determinate per l'esercizio di diritti sociali e amministrativi; e ciò, anzitutto, proprio in relazione allo svolgimento delle assemblee laddove è richiesta dall'art. 126-*bis* TUF la soglia di almeno un quarantesimo del capitale sociale per poter richiedere, entro dieci giorni dalla pubblicazione dell'avviso di convocazione, l'integrazione dell'elenco delle materie da trattare in assemblea.

Parimenti è stabilita dall'art. 2377, comma III, c.c. (e l'art. 127-*bis* del TUF che vi fa rinvio) la soglia del 1/1000 del capitale sociale per poter impugnare le delibere assunte dalle assemblee delle società che facciano ricorso al mercato del capitale di rischio e del 5 % nelle altre; ancora, è sempre il Codice civile a prevedere all'art. 2393-*bis* c.c. la possibilità per i soci di esercitare nei confronti degli amministratori l'azione di responsabilità subordinatamente alla sussistenza di un quarantesimo del capitale per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio; così come, sempre nell'ambito di tali società, anche l'obbligo di indagine da parte dell'organo di controllo che è subordinato dall'art. 2409 c.c. da una denuncia presentata da tanti soci che rappresentino almeno il due per cento del capitale sociale.

In conclusione, si ritiene che la figura del Rappresentante Comune possa essere potenziata nei termini sopra rappresentati evitando che ciò, tuttavia, consenta l'introduzione di meccanismi di disallineamento rispetto agli standard internazionali che valutano negativamente la tenuta di assemblee di azionisti “a porte chiuse”, soprattutto in relazione alle società con capitale diffuso. Tale figura diventerebbe uno strumento parallelo funzionale all'esercizio dei diritti di voto per delega “in presenza”, ma non sostitutivo del medesimo.

Parimenti potrebbe essere legislativamente regolamentato l'intervento in sede di assemblea per evitare i suddetti fenomeni di abuso nell'interesse oltre che delle Emittenti al fine di evitare costi ingiustificati, anche per gli stessi azionisti che abbiano interesse a partecipare e intervenire all'assemblea in relazione al valore del proprio investimento (grande o piccolo che sia). Si potrebbe consentire che l'avviso di convocazione – salvo diversa previsione statutaria – possa prevedere la possibilità effettuare interventi verbali e la

proposizione di domande in assemblea “in presenza” solo per quegli azionisti che si fossero accreditati con un numero di azioni corrispondente ad un controvalore minimo (euro 10.000,00), calcolato e/o individuato con riferimento ai corsi di borsa dei titoli alla data della “Record Date” come indicata nell’avviso di convocazione dell’assemblea (stante, in ogni caso, il loro diritto di svolgere domande pre-assembleari, assistere in persona ai lavori assembleari ed ivi poter esercitare i diritti di voto).

In tale prospettiva, ci si permette suggerire, di seguito, il testo di una possibile modifica legislativa:

*Art. 125-bis TUF: introduzione di nuovi commi 5, 6 e 7*

*Avviso di convocazione dell’assemblea*

[.....]

*5. Salvo che lo statuto disponga diversamente, nell’avviso di convocazione dell’assemblea dei soci l’organo di amministrazione della società può prevedere che l’intervento in assemblea si svolga anche tramite il rappresentante designato ai sensi dell’articolo 135-undecies, al quale possono essere conferite anche deleghe o sub-deleghe ai sensi dell’articolo 135-novies, in deroga all’art. 135-undecies, comma 4.*

*6. Salvo che lo statuto disponga diversamente, la società può stabilire che nell’avviso di convocazione sia previsto che il diritto di partecipazione alla discussione assembleare sia consentito solo a coloro che detengano una quota minima di partecipazione al capitale sociale, per un controvalore non inferiore ad euro 10.000,00, da calcolarsi con riferimento al prezzo ufficiale registrato alla fine della giornata di negoziazione dei relativi titoli alla data di legittimazione all’esercizio del diritto di voto nell’assemblea ai sensi dell’articolo 83-sexies TUF.*

*7. L’adozione della misura di cui al comma 6 non dà luogo a diritto di recesso dei soci.*

### **Articolo 13 (disposizioni in materia di voto plurimo)**

Viene proposta la modifica dell’art. 2351, comma IV, ultimo periodo c.c. al fine di poter prevedere l’incremento, solo per le nuove quotazioni, da tre a dieci del numero di voti da assegnare a ciascuna azione a voto plurimo.

Quale osservazione di carattere generale, si rileva come, a livello internazionale, il sistema del voto plurimo e 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.

All'esercizio del voto plurimo o multiplo dovrebbero essere, comunque, 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 practice* 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 la previsione di un tetto massimo al moltiplicatore definito anche in rapporto al capitale sociale; limitazioni al trasferimento ovvero la presenza clausole di decadenza (c.d. sunset clause) del voto multiplo; nonché limiti temporali assoluti.

Si fa presente che a livello legislativo o regolamentare andrebbe 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 tale 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 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 nella verifica che gli intermediari debbono fare 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, ma 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.

**Art. 16 (semplificazione delle modalità di rappresentanza per l'esercizio dei diritti di voto in assemblea)**

Viene proposta la modifica dell'art. 24, comma 1, lett. c) del TUF onde così consentire la possibilità di conferire a un gestore di portafogli il potere di esercitare i diritti di voto per più assemblee, eliminando il riferimento alla singola assemblea.

Si tratta di un intervento innovativo e non diretto a limitare l'esercizio dei diritti di voto o amministrativi di soci ma, anzi, tende a favorirne la loro concreta espressione poiché, per tale via, un soggetto che sia titolare di più partecipazioni azionarie, così risultando socio in diverse Emittenti, può essere agevolato dalla possibilità di delegare il proprio gestore per più assemblee, senza doverlo effettuare di volta in volta.

Tanto più che tale previsione normativa risulta in linea con gli standard internazionali e comunque con gli altri ordinamenti stranieri che già la prevedono.

\*

Fermo restando quanto sopra, si ritiene, infine, utile fornire qualche ulteriore elemento in relazione ad alcune questioni che, per quanto non siano prettamente relative con l'esame del Disegno di Legge, sono state, comunque, portate all'attenzione in questa sede da altri interventi. Ci si riferisce, in particolare, ai meccanismi di voto degli investitori istituzionali, nonché alla presentazione di liste di candidati da parte dei consigli di amministrazione uscenti delle società quotate.

Quanto alla prima questione, si fa presente come gli investitori istituzionali abbiano rigorose *policy* di voto che tengono separate le funzioni di chi gestisce gli investimenti da chi esercita il diritto di voto nelle società partecipate. Le politiche di voto dei più importanti investitori istituzionali, come anche analizzato nel corso dell'odierno intervento nell'ambito dell'art. 12 del Disegno di Legge, sono sempre pubblicate con largo anticipo e possono essere liberamente consultate da chiunque, senza alcuna limitazione. Peraltro, molto spesso, sono anche oggetto di rendiconto.

Quanto poi ad una valutazione di carattere generale in relazione al rinnovo dei consigli di amministrazione per il tramite del c.d. di "voto di lista" sulla base di proposte presentate dal consiglio di amministrazione uscente, si precisa, anzitutto, che si tratta di una procedura standard, peraltro, molto frequente a livello internazionale (dove semmai anziché un voto in "blocco" si assiste, addirittura, al voto "candidato per candidato"). Su tale questione risulta anche utile rilevare come alcuni ordinamenti di Paesi europei, quale quello olandese, verso cui, peraltro, sono migrate molte quotate italiane, prevedono che i consiglieri siano proposti di regola dal consiglio di amministrazione uscente, con alcune limitazioni, peraltro, agli azionisti di presentazione di propri candidati.



Basti solo rilevare come, negli anni più recenti, un crescente numero di società italiane abbia 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 c.d. "public company", dove non sussiste un azionista di controllo, o, comunque, non vi siano uno o più soci in grado, da soli, di determinare l'esito del voto assembleare. Nell'ambito di tale processo, si è sempre, comunque, consentito agli altri azionisti di presentare proprie candidature, per assicurare la presenza di amministratori proposti anche dai soci senza che vi fossero poteri di veto da parte dei consiglieri in scadenza. Da qui si è anche assistito al fenomeno della presentazione di liste di "minoranza", volte ad assicurare la presenza di amministratori indipendenti, anche in relazione agli azionisti che li avevano selezionati e proposti.

Quanto alla presentazione di una lista da parte del consiglio di amministrazione uscente, i principali sistemi di governo societario attuali prevedono un ruolo molto importante del comitato nomine al suo interno, nonché una serie di presidi atti a consentire la migliore individuazione del profilo ideale dei candidati del nuovo consiglio.

In proposito, nel corso della breve consultazione che ha preceduto l'emanazione del "Richiamo d'attenzione di CONSOB" sul tema della lista del consiglio di amministrazione, si è già avuto modo di ricordare che la piena legittimazione della possibilità per il consiglio di amministrazione uscente di presentare una propria lista di candidati allineerebbe i sistemi di *governance* delle Emittenti italiani a meccanismi di elezione degli organi sociali, come maggiormente conosciuti e praticati dagli investitori istituzionali internazionali.

Anzi, con il "Richiamo di attenzione CONSOB", sono previste una serie di disposizioni che mirano ad assicurare la trasparenza e documentabilità del processo di selezione dei candidati, come dimostrato anche dalle concrete esperienze, peraltro, riducendo i rischi di un abuso di tale meccanismo e che sono suscettibili di spiegarsi in termini:

- di autoreferenzialità e autoperpetuazione (come emersi anche nell'ambito dei sistemi di *governance* anglosassoni ad azionariato diffuso);
- di possibile scarsa trasparenza nel processo di selezione delle candidature, specie in società a proprietà concentrata e/o in presenza di azionisti di controllo;
- di collegamenti tra liste, soprattutto con riferimento al rischio di collegamento sussistente in caso di contemporanea presentazione di liste da parte del consiglio di amministrazione uscente e da parte di singoli soci, i quali siano, altresì,

rappresentati nel medesimo organo amministrativo – sia direttamente, sia tramite esponenti aziendali di società del proprio gruppo, ovvero stretti familiari – e che partecipino al processo di formazione della lista del consiglio di amministrazione, ovvero siano candidati nella lista dallo stesso approvata.

Sarebbe anzi necessario allineare le regole di trasparenza e *accountability* dei processi di selezione dei candidati per il consiglio di amministrazione uscente anche alle liste di c.d. “maggioranza” (ovvero quelle che mirano a nominare la maggioranza del nuovo consiglio di amministrazione) presentate dagli azionisti - chiunque essi siano. Ciò per permettere una valutazione corretta, puntuale e trasparente a tutti i soci che devono esprimere il proprio voto, sul processo di selezione e presentazione delle candidature che – al pari di quelle previste per il consiglio di amministrazione uscente - dia conto di tutti i presidi adottati e di tutte le procedure seguite.

\*

Nel ringraziare nuovamente e sentitamente il Presidente, Sen. Massimo Garavaglia, e i componenti della Commissione per la disponibilità concessa, l’occasione ci è gradita per porgere i nostri più cordiali saluti.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Dario Trevisan', with a long, sweeping underline that extends to the left.

Avv. Dario Trevisan