



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Dottorato di ricerca
in DIRITTO, MERCATO e PERSONA
ciclo XXXVI

Tesi di Ricerca

***Engagement* degli investitori
istituzionali e doveri degli
amministratori nelle s.p.a. quotate**

SSD: IUS/04

Coordinatore del Dottorato

Prof.ssa Claudia Irti

Supervisore

Chiar.ma Prof.ssa Giuliana Martina

Dottorando

Matteo Maria Marchiò

Matricola 956585

Indice

CAPITOLO PRIMO	1
1. La frammentazione tipologica della figura dell'azionista nelle società quotate.....	1
2. Diversificazione del rischio di portafoglio e funzione del procedimento assembleare	8
3. L'interferenza dell' <i>engagement</i> con il principio di competenza gestoria esclusiva degli amministratori 13	
4. (Segue) Le criticità derivanti da un'impostazione incentrata sul ruolo dei soci e suoi loro poteri	18
5. Ragioni e piano dell'indagine.....	22
CAPITOLO SECONDO	24
1. L'analisi del concetto di <i>stewardship</i> in una prospettiva comparata	24
2. La diversità dei modelli di <i>business</i> adottati dai gestori di partecipazioni per conto altrui e la sua emersione a livello normativo	30
3. La disciplina europea sulla trasparenza delle politiche di <i>engagement</i> nel quadro dei rapporti tra gestori di attivi e consiglio di amministrazione delle società partecipate.....	35
4. Consultazione selettiva, gestione dell'impresa e principio di parità di trattamento tra gli azionisti ...	40
5. I casi di obbligatoria instaurazione del dialogo con gli azionisti rilevanti quale limite mobile ai poteri degli amministratori.....	46
6. (Segue) L'interrogativo circa l'allargamento del dovere di consultazione alle operazioni che fuoriescono dalle competenze assembleari.....	51
7. Le recenti iniziative europee in materia di governo societario sostenibile: la complicazione del quadro dei rapporti tra soci e amministratori.....	55
CAPITOLO TERZO	62
SEZIONE I	62
1. L'individuazione del contenuto dei principi di corretta amministrazione	62
2. La possibilità di ricondurre la politica del dialogo all'interno della categoria degli assetti organizzativi	68
3. I presidi organizzativi da adottare nel dialogo con i soci rilevanti alla luce della disciplina sui c.d. <i>market soundings</i>	75
4. (Segue) le indicazioni provenienti dall'autodisciplina e dalle norme di vigilanza bancaria	78

5. La presentazione della lista dei candidati alla carica di amministratore da parte del consiglio di amministrazione uscente.....	85
6. La consultazione degli investitori istituzionali tra funzione compositoria del metodo collegiale e individuazione dei presupposti di applicabilità della <i>business judgement rule</i>	88
SEZIONE II	93
1. Le delibera assembleari di natura consultiva: confini della fattispecie e funzione. Il caso del <i>say-on-climate</i>	93
2. La difficoltà di fondare il dovere degli amministratori di consultare gli azionisti sulla teoria delle c.d. competenze implicite	98
3. Dovere di corretta amministrazione e motivazione della decisione consiliare in caso di scostamento dal risultato del voto consultivo degli azionisti	104
CAPITOLO QUARTO	108
1. Il potenziale rafforzamento della funzione di supervisione intestata alla componente non esecutiva del consiglio di amministrazione	108
2. I dialoghi selettivi come fonte atipica dei flussi informativi endoconsiliari governati dal presidente del consiglio di amministrazione	112
3. L'interazione tra le informazioni provenienti dal dialogo e il dovere di agire informati <i>ex art. 2381, 6° comma, c.c.</i>	115

CAPITOLO PRIMO

SOMMARIO: 1. La frammentazione tipologica della figura dell'azionista nelle società quotate – 2. Gestione del rischio di portafoglio e funzione del procedimento assembleare – 3. Le interferenze dell'engagement con il principio di competenza gestoria esclusiva degli amministratori – 4. Le criticità derivanti da un'impostazione incentrata sul ruolo dei soci e sui loro poteri – 5. Ragioni e piano dell'indagine

1. LA FRAMMENTAZIONE TIPOLOGICA DELLA FIGURA DELL'AZIONISTA NELLE SOCIETÀ QUOTATE

Come sottolineato da un Illustre studioso, ormai più di settanta anni or sono, l'adattamento della disciplina della società per azioni al fenomeno della separazione tra proprietà del capitale e potere di direzione dell'impresa¹, derivante dall'apertura della compagine societaria al mercato del capitale di rischio, rappresenta “il problema centrale del diritto commerciale”².

Invero, a fronte dell'adesione a un sistema di valori incentrato sulla proprietà, e segnatamente sulla proprietà fondiaria, il Codice civile del 1942 prendeva in considerazione

¹ A cui consegue il venire meno della proporzione tra livello del rischio assunto con l'investimento azionario e influenza sulla *governance* societaria, in quanto la sostituzione della maggioranza del capitale sociale con “la percentuale concretamente capace di governare, quindi un'entità variabile dalla maggioranza del capitale a una “minoranza” concretamente sufficiente al comando”, rappresenterebbe un connotato tipico delle società ad azionariato diffuso, così G. OPPO, *Maggioranza e minoranze nella riforma delle società quotate*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, 231.

² T. ASCARELLI, *Proprietà e controllo della ricchezza*, in *Studi di diritto comparato e in tema di interpretazione*, a cura di T. Ascarelli, Milano, 1952, 295. Peraltro, occorre sottolineare che l'allocazione del potere di conformazione dell'investimento altrui in capo a una ristretta cerchia di soggetti – gruppo minoritario o amministratori – veniva considerato dalla dottrina dell'epoca come un fenomeno totalmente fisiologico, dovuto in ultima istanza alle nuove tecniche di produzione di massa e alla conseguente necessità di rinvenire ingenti capitali presso il pubblico indifferenziato dei risparmiatori al fine di finanziare l'iniziativa economica; fenomeno che, pertanto, più che essere contrastato, richiedeva l'individuazione di idonei controllimiti al potere dei gruppi di comando e del *management*, anche al fine di impedire la nascita di fenomeni idonei a comprimere la libera concorrenza, quali i monopoli: T. ASCARELLI, *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 13 e 17; L. MENGONI, *Recenti mutamenti nella struttura e nella gerarchia dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 1958, II, 690 ss. Com'è noto, nell'ordinamento anglosassone la separazione tra proprietà e controllo della ricchezza ha assunto nel corso del tempo la forma del progressivo accentramento del potere in capo al *management*. Il controllo dei *directors* è tipico delle *public corporations* americane ed è dovuto all'impossibilità di individuare un socio che detenga una partecipazione tale da consentirgli di esercitare il controllo, anche solo di minoranza, a causa della elevatissima dispersione dell'azionariato: A.A. BERLE, G.C. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, 1932, 84. Tale caratteristica vale pertanto a distinguerlo dal controllo di minoranza tipico del contesto italiano, dove è possibile solitamente individuare uno o più soci di controllo, di cui gli amministratori costituiscono espressione e con cui gli stessi intrattengono, quantomeno in via di fatto, un rapporto di natura privilegiata.

l'impresa esclusivamente nella sua dimensione industriale, trascurandone completamente la natura di "strumento per una efficiente raccolta di capitale ed una sua ottimale allocazione in investimenti produttivi"³ Da qui la considerazione della società quale forma di esercizio in comune dell'attività d'impresa, a cui si affiancava l'identificazione del tipo ideale di socio sottostante alla disciplina della s.p.a. con la figura dell'azionista interessato ad assumere un ruolo attivo – si potrebbe dire, di controllo, o supervisione, in senso lato – nei confronti dell'operato degli amministratori⁴.

Con l'avvento della società quotata, che si differenzia dal modello codicistico di società per azioni in quanto si rivolge sistematicamente al risparmio diffuso per rinvenire le risorse di cui l'impresa gestita ha bisogno, la tipologia reale di socio di società quotata e il connesso interesse sotteso alla partecipazione azionaria andavano incontro a una prima frammentazione.

All'interno della compagine sociale si trovavano a convivere due categorie di azionisti: a) gli azionisti imprenditori, che partecipavano alla società in vista dell'ottenimento, attraverso l'esercizio delle prerogative partecipative, di benefici estranei alla dimensione economica dell'investimento (i c.d. *private benefits of control*: ad esempio, il compenso derivante dalla nomina alla carica di amministratore); b) gli azionisti risparmiatori che, come è stato efficacemente scritto, trovavano nel mercato "il *mezzo* e il *fine* della valorizzazione del proprio investimento"⁵. Per quanto riguarda questi ultimi, si trattava, insomma, di un insieme anonimo e indifferenziato di azionisti che, in virtù dell'esigua partecipazione detenuta e della sua naturale destinazione al disinvestimento, si atteggiavano più da "cittadini del mercato" che da titolari di diritti amministrativi in grado di incidere sulle regole di produzione dell'azione comune, trovando nell'*exit* (anziché nella *voice*) il principale mezzo di tutela di fronte a gestione inefficienti degli amministratori⁶. Specularmente, la partecipazione azionaria non veniva più vista "come mezzo

³ Il virgolettato è di D. PREITE, *Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1993, 492; P. FERRO-LUZZI, *L'assetto e la disciplina del risparmio gestito*, in *Scritti giuridici*, 2014, Padova, 141.

⁴ A. SANTONI, *Partecipazione per conto altrui e società quotate*, in *Quaderni romani di diritto commerciale*, Milano, 2022, 14 ss.

⁵ A. MAZZONI, *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 487; G. FERRI, *Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 39. In relazione alla richiamata distinzione tra le sopracitate categorie di azionisti è d'obbligo il rinvio a G. FERRI, *La tutela dell'azionista in una prospettiva di riforma*, in *Riv. soc.*, 1956, 177 ss.

⁶ A. MAZZONI, *Le minoranze nella tipologia della realtà*, in *La tutela delle minoranze nelle società quotate. Studi in memoria di Alessandro Cerrai*, Pisa, 2005, 15. Peraltro, non pare fuori luogo sottolineare che la sostanziale smaterializzazione della persona dell'azionista risparmiatore e dell'interesse riferibile al medesimo, coincidente secondo i più, all'esito di un tanto chiaro quanto artificiale processo di astrazione, con un tipico interesse di *serie* quale quello "generale, condiviso da tutti i partecipanti al mercato, a che lo stesso funzioni correttamente" (così, ID, *Gli azionisti di minoranza*, cit., 487) costituisce probabilmente la diretta, e in un certo senso naturale, conseguenza della vocazione della società per azioni a provocare un netto distacco tra plurilateralità e pluripersonalità, reso possibile dall'adozione dell'azione quale unità di misura della partecipazione alla società per azioni (c.d. reificazione della partecipazione azionaria): cfr. M. SCIUTO-P. SPADA, *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Vol. 1*, Torino, 2004, 45.

di partecipazione all'impresa comune ma come strumento di investimento e finanziamento dell'impresa affidato alle cure del gruppo di controllo o dei *manager*⁷. In altre parole, nelle società quotate o si era *investitori* o si era *gestori dell'investimento altrui*⁸.

Dal sostanziale disinteresse di tale tipologia di soci per le vicende della società partecipata discendeva il cortocircuito delle normali dinamiche di funzionamento della società per azioni, per come erano state ideate dal legislatore codicistico: al potere del gruppo di controllo di nominare e revocare gli amministratori – e in questo modo condizionarne l'operato – non faceva da contraltare l'effettiva vigilanza sugli stessi da parte della minoranza azionaria, né tantomeno l'attivazione dei rimedi previsti dalla normativa codicistica (azione di responsabilità, impugnazione dei bilanci etc.)⁹.

Preso atto della c.d. apatia razionale degli azionisti risparmiatori e della sostanziale coincidenza tra interesse della minoranza e interesse al corretto funzionamento del mercato, il legislatore italiano decideva di adottare una tecnica di disciplina incentrata sull'*eterotutela* dell'azionista minoritario¹⁰. Se tale azionista era interessato esclusivamente alla massimizzazione del rendimento delle proprie azioni, tanto valeva allora concentrare l'attenzione su un meccanismo capace di promuovere al contempo la corretta valorizzazione dell'investimento azionario nel caso di *exit* e la competizione tra gli emittenti per l'afflusso di capitali: l'efficienza informativa del mercato¹¹. Dal lato della disciplina del mercato mobiliare, venne così creata la Consob con la funzione di garantire la completezza e la veridicità delle informazioni diffuse dagli emittenti al mercato¹². Dal lato della disciplina della società per azioni vennero introdotte le azioni

⁷ S. FORTUNATO, *L'informazione del socio*, in *RDS*, 2020, 16.

⁸ P. SPADA, *C'era una volta la società...*, in *Riv. not.*, 2004, 2.

⁹ Ciò era dovuto essenzialmente alla sproporzione tra costi da sostenere ai fini della partecipazione all'assemblea (e dell'esercizio degli altri diritti amministrativi) e benefici ritraibili: M. CAMPOBASSO, *La tutela delle minoranze tra società aperte e società chiuse*, in *La tutela del socio e delle minoranze. Studi in onore di Alberto Mazzoni*, a cura di F. Barachini, Torino, 2018, 133.

¹⁰ Vi è da precisare che l'intervento del legislatore fu preceduto da un intenso dibattito, ben compendiato dalle posizioni di G. ROSSI, *L'informazione societaria e l'organo di controllo*, in AA.VV., *L'informazione societaria*, Atti del Convegno internazionale di studi, Venezia, 5-6-7, t. 1, Milano, 1982, 67 ss., favorevole a un sistema di tutela della minoranza azionaria incentrato sulla democrazia societaria esterna e sulla garanzia della completezza e veridicità delle informazioni divulgate dall'emittente sul mercato, e di B. VISENTINI, *L'informazione societaria e gli azionisti*, in *ibidem*, 93 ss., più orientato verso un approccio volto al potenziamento degli obblighi informativi degli amministratori nei confronti dei soci.

¹¹ Per chiarire tale punto, occorre tenere a mente che nel mercato mobiliare il prezzo dei beni oggetto di scambio non è determinato, come normalmente accade, sulla base delle utilità attese dal loro godimento materiale, bensì analizzando nella loro complessità un insieme di informazioni, relative all'emittente e al contesto economico di riferimento, che consentono agli investitori di stimare i futuri flussi monetari e gli elementi di rischio e/o incertezza relativi al singolo strumento finanziario sottoscritto o acquistato: C. ANGELICI, *La società per azioni, Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da A. Cicu, F. Messineo e L. Mengoni, continuato da P. Schlesinger Milano, 2012, p. 525; ID, *Note in tema di informazione societaria*, in *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, 251; L. ENRIQUES-S. GILOTTA, *Disclosure and Financial Market Regulation*, in *The Oxford Handbook on Financial Regulation*, Oxford, 2015, 514.

¹² Occorre tuttavia precisare che sarà soltanto con la riforma del 1998 che verrà introdotta la c.d. informazione continua, vale a dire l'obbligo dell'emittente di comunicare al mercato qualsiasi fatto potenzialmente in grado di incidere sulla

di risparmio che, com'è noto, si connotano per l'attribuzione di privilegi di natura patrimoniale, essendo prive *ex lege* del diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti. Alla luce dell'introduzione di una categoria di azioni il cui contenuto si esauriva *ex lege* nel diritto alla percezione del dividendo e in quello alla corresponsione della quota di patrimonio netto residuo in sede di liquidazione, il mito dell'unitarietà dell'interesse riferibile ai soci poteva dirsi essere venuto definitivamente meno¹³.

L'evoluzione del contesto economico e di mercato di riferimento ha ulteriormente inciso su questo quadro. Com'è noto, a partire dagli anni 80', dapprima nel contesto statunitense¹⁴ e successivamente anche in quello europeo, la tendenza dell'investitore *retail* ad affidare i propri risparmi ad intermediari professionali, incentivata a più riprese dal legislatore¹⁵, e la conseguente concentrazione degli assetti proprietari degli emittenti quotati hanno condotto all'emersione di un nuovo protagonista della *corporate governance*: il socio per conto altrui (SGR, SICAV, SICAF etc.)¹⁶. Tale investitore istituzionale, professionale o sofisticato che dir si voglia, si distingue rispetto agli altri azionisti – e ai restanti investitori istituzionali che investono per conto proprio, quali banche e fondi pensione – per due caratteristiche fondamentali: da un lato, perché, assumendo egli stesso la qualifica di socio¹⁷, e possedendo le necessarie competenze e

formazione del prezzo delle azioni. D'altra parte, l'endemica tendenza alla sottoproduzione di informazioni, che contraddistingue il mercato dei capitali, rende impercorribile la via del ricorso a soluzioni incentrate sulla libera iniziativa dei privati. E ciò a causa dei connotati di *non rivalità* e di *non escludibilità* che contraddistinguono l'informazione in quanto *bene pubblico*: essi sono in grado di neutralizzare i normali incentivi che spingono gli agenti economici ad attuare condotte egoistiche funzionali al raggiungimento dell'equilibrio di mercato. Infatti, mentre, dal lato della domanda, la non rivalità nel consumo consente ai catalizzatori di esternalità positive (c.d. *free rider*) di beneficiare delle utilità derivanti dall'utilizzo delle informazioni liberamente disponibili sul mercato senza dover corrispondere un prezzo; dal lato dell'offerta, la non escludibilità rende materialmente impraticabile, per gli operatori specializzati che sostengono i costi di raccolta, elaborazione e pubblicazione dei dati, al fine di consentire un *pricing* adeguato (ad esempio, gli analisti finanziari), imporre un prezzo pari all'incremento di benessere economico complessivamente generato per la collettività. Entrambe, pertanto, conducono a un'offerta di mercato del bene-informazione inferiore alla quantità ottimale (c.d. *underproduction*): L. ENRIQUES-G. HERTIG-R. KRAAKMAN-E. ROCK, *Corporate Law and Securities Markets*, in *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*, a cura di AA.VV., Oxford University Press, Oxford, 2017, 246

¹³ Cfr. C. ANGELICI, *La società per azioni*, 2012, cit., 92, che sottolinea come la tendenza a “spersonalizzare” la vicenda azionaria consegue proprio dall'eventualità che gli interessi in concreto degli azionisti possano essere (e sono normalmente) sostanzialmente eterogenei. Da qui la difficoltà a individuare una definizione di interesse sociale che sia capace di fornire un criterio di risoluzione dei conflitti che possono insorgere all'interno della compagine degli azionisti.

¹⁴ J.P. HAWLEY, A.T. WILLIAMS, *The Rise of Fiduciary Capitalism. How Institutional Investors Can Make Corporate America More Democratic*, University of Pennsylvania, 2000.

¹⁵ Cfr. A. GAMBINO, *Tutela delle minoranze*, in *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, 137, “In altri termini, con la disciplina del TUF, anziché stimolare il piccolo azionista disorganizzato e inesperto alla partecipazione alla assemblea perché possa controllare personalmente la gestione della sua proprietà, si intende proporgli una gestione professionale del suo patrimonio mobiliare, garantita sia da una legislazione attenta ad evitare conflitti di interesse tra i gestori e i risparmiatori, sia da regolamenti dei mercati idonei ad assicurare la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori”.

¹⁶ L'espressione è di A. SANTONI, *La partecipazione per conto altrui*, cit., *passim*.

¹⁷ A. SANTONI, *Partecipazione per conto altrui*, cit., il quale correttamente, dopo aver criticato l'orientamento di parte della giurisprudenza, imputa anche i diritti di carattere patrimoniale direttamente in capo alla SGR, e non al fondo comune gestito dalla stessa.

conoscenze tecniche, si frappono in via sistematica tra il risparmio anonimo, per conto e nell'interesse del quale la partecipazione è gestita, e gli organi delle società partecipate¹⁸, dall'altro, in quanto l'esercizio delle prerogative amministrative afferenti alle azioni detenute in portafoglio costituisce per il gestore l'oggetto di un potere-dovere, in definitiva di una funzione¹⁹. Dimodoché, se, per insegnamento tradizionale, l'azionista è sostanzialmente libero di decidere sia l'*an* che il *quomodo* di esercizio dei diritti derivanti dalla partecipazione in società, e segnatamente dei diritti amministrativi, con l'unico limite costituito dalla disciplina sul conflitto di interessi (art. 2373 c.c.), il gestore professionale è chiamato ad improntare le proprie scelte a un'attenta ponderazione, tenuto conto della prevalenza assiologica dell'interesse dei clienti finali alla valorizzazione della quota²⁰.

Circoscrivendo il discorso al profilo che qui interessa maggiormente, cioè quello societario²¹, l'emersione di tale nuova categoria di azionisti all'interno della complessiva fenomenologia dei soci di società quotata dà origine a nuovi problemi e interrogativi che interessano la *corporate governance* delle società quotate.

In primo luogo, l'utilizzo della tecnica della diversificazione di portafoglio, che connota, in misura più o meno accentuata²², tale tipologia di soci²³, se attuata su larga scala, magari fino a

¹⁸ G. BALP, *I consulenti di voto*, Milano, 2017, 12, la quale sottolinea come in questo modo si verifichi una sorta di sdoppiamento dei costi di agenzia, per cui "con l'elemento dei costi di *monitoring* sugli amministratori dell'emittente e sui suoi azionisti di controllo, posti a carico dell'intermediario, si cumula quello relativo ai costi, per gli investitori finali, di controllo sull'intermediario che opera al contempo come «agente» di questi ultimi e come *principal* nel rapporto con gli amministratori dell'emittente e con i suoi azionisti di riferimento".

¹⁹ Che la partecipazione della SGR alle assemblee costituisca una prerogativa ad esercizio doveroso costituisce un'affermazione pacifica in dottrina: M. MAUGERI, Proxy advisors, *esercizio del voto e doveri fiduciari del gestore*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, 667 ss., M. STELLA RICHTER JR, *Intervento e voto con strumenti finanziari di pertinenza di fondi comuni di investimento*, in *L'attuazione della MIFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, Il Mulino, 2010, 448 ss., ID., *Autonomia statutaria, procedimento deliberativo e potere di voto: divagazioni a margine di un libro recente*, in *Giur. comm.*, 352, 2018, I, 361.

²⁰ Ciò discende in particolare dal combinato disposto dell'art. 35-*decies*, comma 1, lett. a), TUF, secondo cui i gestori di attivi "operano con diligenza, correttezza e trasparenza nel miglior interesse degli Oicr gestiti, dei relativi partecipanti e dell'integrità del mercato" e della successiva lett. e), ai sensi della quale gli stessi "provvedono, nell'interesse dei partecipanti, all'esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza degli Oicr gestiti, salvo diversa disposizione di legge". Secondo R. LENER, *La SGR come socio*, in *La disciplina delle gestioni patrimoniali SGR, Fondi comuni e SICAV*, Quaderni di documentazione e ricerca Assogestioni n. 23, 284, infatti, ai gestori di attivi sarebbe preclusi sia un atteggiamento di latitanza in assemblea sia il costante appiattimento a favore delle proposte presentate dagli amministratori dell'emittente partecipato.

²¹ Nonostante sia innegabile lo stretto legame intercorrente tra disciplina del mercato, tesa a favorire l'efficienza informativa e allocativa del medesimo, e quella societaria, tesa a sua volta a ridurre i costi di agenzia che si verificano nel rapporto tra soci e amministratori degli emittenti: R. COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 313.

²² Per alcuni gestori di attivi, infatti, la diversificazione del rischio di portafoglio è imposta a livello di normativa primaria e secondaria sia dal punto di vista della porzione di patrimonio del singolo fondo investibile in una singola società, sia da quello della quota di capitale detenibile in una singola società partecipata: cfr. Direttiva UCITS IV.

²³ Come è noto, la diversificazione dell'investimento, a livello di portafoglio, trova attuazione tramite l'assunzione di partecipazioni azionarie negli emittenti che operano in un certo mercato geografico o di prodotto e ha come finalità precipua quella di ridurre il quanto più possibile il rischio c.d. "asistematico" correlato alla singola società partecipata: A. SANTONI, *Partecipazione per conto altrui*, cit., 3 ss.

ricomprendere l'intero indice azionario (come accade per gli *index funds*), può portare i gestori di attivi ad assumere un atteggiamento speculativo, in potenziale contrasto con l'interesse della singola impresa al cui finanziamento ha partecipato. Tendendo alla massimizzazione del valore dell'insieme delle partecipazioni detenute, l'azionista altamente diversificato vede infatti nelle società partecipate non l'oggetto di un suo interesse attuale ma un mero "contesto di negoziazioni, cioè, a ben vedere, un mercato, nel quale il socio si presenta in veste di investitore sistemico: mercato che, a sua volta, può essere considerato come l'autentico (e, per certi versi, unico) socio di siffatta società"²⁴.

In secondo luogo, la stessa categoria degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi si presenta al suo interno come altamente differenziata. Ferma restando la natura finanziaria dell'interesse perseguito, è possibile ricondurre all'interno di tale categoria una serie di operatori del mercato finanziario connotati da modelli di *business* diversi (*index funds*, *active funds*, *hedge funds*, fondazioni bancarie, banche, fondi pensione etc.) e da una differente prospettiva di valorizzazione dell'investimento (breve o lungo termine)²⁵. Si passa da fondi passivi altamente diversificati e sostanzialmente disinteressati alla gestione all'estremo degli *hedge fund*, che non soltanto hanno incentivi e mezzi sufficienti per sorvegliare l'operato degli amministratori, ma che possono anche arrivare a detenere partecipazioni di controllo, eventualmente anche con direzione e coordinamento delle società detenute in portafoglio²⁶.

Dal lato degli emittenti partecipati e dei loro amministratori ciò significa un'incrementata difficoltà nel bilanciamento dei vari interessi provenienti dalla compagine sociale, a cui consegue l'obiettiva impossibilità di identificare un vero e proprio interesse dei soci tutelabile come tale e prevalente su quello dell'impresa²⁷.

²⁴ Così, G. FERRI JR, *Interesse dell'impresa e posizioni soggettive nell'evoluzione del diritto societario*, in *Esiste uno "stile giuridico" neoliberale? Atti dei seminari per Francesco Denozza*, a cura di R. Sacchi e A. Toffoletto, Milano, 72.

²⁵ Sotto il profilo delle norme applicabili ai diversi investitori istituzionali, occorre rilevare che nell'ordinamento dell'Unione Europea la suddivisione tra fondi passivi e *hedge funds* corrisponde a grandi linee a quella tra OICR e FIA. Come è noto, infatti, la disciplina relativa alla gestione collettiva del risparmio di matrice europea è ripartita in due complessi normativi: il primo è quello della Direttiva UCITS; l'altro, quello della Direttiva AIFM. Da qui la *summa divisio* tra fondi comuni di investimento (e Sicav) che, rispettando determinati requisiti in punto (anche) di beni e partecipazioni in cui possono investire il loro patrimonio, rientrano nell'ambito di applicazione della Direttiva UCITS (Direttiva 2010/43/UE), e fondi di investimento alternativi (sia aperti sia chiusi), individuati per differenza e ai cui si applica la Direttiva AIFM (e il relativo regolamento di attuazione UE 231/2013): P. SPOLAORE, *La gestione collettiva del risparmio*, in *Il Testo Unico Finanziario*, a cura di M. Cera e G. Presti, Vol. 1, Bologna, 2020, 585.

Inoltre, atteso che nella nozione di investitore istituzionale rientrano anche le imprese di assicurazione e riassicurazione e i fondi pensione è necessario tenere conto anche delle relative norme di settore (per l'Italia: d.lgs. 209/2005 per le compagnie assicurative attive nel ramo vita; d.lgs. 252/2005 per i fondi pensione con almeno cento aderenti).

²⁶ L. ARDIZZONE, *L'esercizio dell'attività d'impresa nel private equity*, Milano, *passim*, 2018.

²⁷ Cfr. M. CERA, *I soci di società quotate tra tipologia reale, modelli societari e neoistituzionalismo*, in *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, Tomo I, a cura di M. Callegari, S.A. Cerrato, E. Desana, Torino, 2022, 620, dove è possibile leggere: "Su tale terreno non è affatto detto che gli interessi degli investitori istituzionali possano convergere con gli interessi dell'impresa, che sono tanti e variegati, ben oltre l'abusata creazione di valore. E qui emerge,

In terzo luogo, si è assistito all'introduzione, ad opera del legislatore comunitario e nazionale di veri e propri obblighi di *status*²⁸, vale a dire situazioni soggettive passive che scaturiscono dal possesso di rilevanti quote di capitale, in virtù della loro intrinseca capacità a conferire un potere di influenza sulla *governance* societaria²⁹ o, ed è questa la vera novità, che vengono imposti dal legislatore a determinati soci sulla base della considerazione delle loro caratteristiche soggettive. Se è vero che tale tendenza poteva già dirsi presente, seppur soltanto *in nuce*, all'interno di numerose disposizioni del Testo Unico Finanziario, tant'è che la dottrina maggioritaria identificava negli investitori istituzionali il referente tipologico dei poteri di reazione a gestioni inefficienti ivi previsti (azione di responsabilità della minoranza, convocazione dell'assemblea su richiesta dei soci etc.³⁰), è altrettanto vero che le più recenti iniziative legislative eurounitarie hanno elevato il socio per conto altrui a "destinatario tipico delle stesse in senso normativo"³¹, assegnando al medesimo una posizione "caratterizzata" in seno alla compagine sociale. Il riferimento è *in primis* alla Direttiva 828/2017 del Parlamento Europeo e del Consiglio (c.d. SHRD II) diretta a incentivare l'impegno a lungo termine degli investitori istituzionali nella *governance* delle società quotate.

Dal punto di vista funzionale³², ciò potrebbe significare che una o più tra le funzioni che contribuiscono a definire il complessivo sistema di *governance* degli emittenti quotati (ossia quella di supervisione strategica, quella di monitoraggio e quella di controllo³³) potrebbero non essere più considerate appannaggio esclusivo degli organi incardinati all'interno dell'organizzazione societaria, ma necessitano di essere collocate in una dimensione più sfumata. Così i soci investitori-istituzionali, a cui finora l'ordinamento della società per azioni ha assegnato la funzione, esclusiva, consistente nell'apporto di capitale di rischio³⁴, si vedrebbero

ancora una volta, il tema della pluralità e varietà dei fenomeni, giacché un gestore di un fondo pensione ha visione di lunghissimo periodo e processi di valutazione ispirati principalmente alla preservazione del capitale, mentre un fondo speculativo, ancora di più il suo *management*, ha una prospettiva di corto termine, dovendo rispondere fiduciarmente ai propri beneficiari, a loro volta investitori".

²⁸ M. CERA, *I soci di società quotate*, cit., 616.

²⁹ Si pensi agli obblighi di comunicazione che scattano al raggiungimento di determinate quote del capitale sociale (art. 120 TUF) o in presenza di patti parasociali idonei ad influire sulla *governance* dell'emittente (art. 122 TUF). Sulla funzione svolta da tali obblighi di *disclosure* cfr. C. PRESCIANI, *La trasparenza degli azionisti istituzionali di società quotate*, Torino, 2020, 61 ss.

³⁰ A. GAMBINO, *Tutela delle minoranze*, cit., *passim*; G. OPPO, *Maggioranza e minoranze*, cit., 239.

³¹ A. SANTONI, *Partecipazione per conto altrui*, cit., 93.

³² Sottolinea la necessità di "ragionare per funzioni" qualora si voglia comprendere la reale essenza del fenomeno azionario: M. STELLA RICHTER JR, *In principio sono sempre le funzioni*, in *Riv. soc.*, 2019, 20 ss.

³³ C. ANGELICI, *In tema di rapporti tra "amministrazione" e "controllo"*, in *Dialogo sul sistema del controllo nelle società*, a cura di P. Abbadessa, Torino, 2015, 149 ss.; M. STELLA RICHTER JR, *Profili attuali dell'amministrazione delle società quotate*, in *Giur. comm.*, I, 2019, 417

³⁴ C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., 19 ss.

riconosciuta una ulteriore funzione, quella di controllo (in una delle molteplici accezioni che tale nozione possiede nel diritto societario³⁵).

Del resto, ben prima che il legislatore europeo intervenisse sul punto, la dottrina aveva già evidenziato come i soci gestori di partecipazioni per conto altrui avessero l'ontologica vocazione ad esercitare un "potere di orientamento" sugli organi della società, un potere, insomma, capace di incidere sull'interesse dell'impresa e degli altri soci, anche a prescindere dall'utilizzo di prerogative partecipative, come tali esercitabili esclusivamente all'interno dell'organizzazione di gruppo; circostanza che avrebbe consentito di connotare tali soci in termini peculiari rispetto alla restante parte della compagine azionaria³⁶.

Alle superiori considerazioni aggiungasi che alcuni soci sembrano assumere una posizione autonoma all'interno della compagine sociale, tanto dai soci di controllo privati quanto dai soci finanziari, indipendentemente dall'esistenza di discipline di trasparenza o di diritto societario ad essi indirizzate, in quanto portatori di interessi di rilevanza costituzionale. Ci si intende riferire all'azionista pubblico, tornato di recente alla ribalta del controllo negli emittenti quotati italiani e che sembrerebbe portato per sua natura a promuovere logiche di sostenibilità e di lungo periodo nelle società partecipate³⁷.

Tanto chiarito, sotto il profilo della rilevanza normativa della diversificazione a livello normativo dell'unitaria categoria del socio di società quotata³⁸, occorre ora indagare quali conseguenze tale fenomeno abbia prodotto nei rapporti tra soci e amministratori. Il che richiede di interrogarsi preliminarmente sulla funzione che, dal punto di vista sistematico, è ancora possibile riconoscere all'assemblea degli azionisti, quale luogo di composizione dei conflitti tra maggioranza e minoranza.

2. DIVERSIFICAZIONE DEL RISCHIO DI PORTAFOGLIO E FUNZIONE DEL PROCEDIMENTO ASSEMBLEARE

Sulla scia dell'affermazione degli investitori istituzionali nel panorama della *corporate governance* delle società quotate europee, il legislatore eurocomunitario è intervenuto a più riprese nel tentativo di rivitalizzare il ruolo della riunione assembleare.

³⁵ P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni in materia di controllo*, in *Diritto, mercato ed etica. Dopo la crisi. Omaggio a Piergaetano Marchetti*, Milano, 2010, 309 ss.

³⁶ C. TEDESCHI, "Potere di orientamento" dei soci nelle società per azioni, Milano, 2005, *passim*.

³⁷ L. CALVOSA, *Tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance in ENI*, in *La nuova società quotata: tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*, a cura di P. Montalenti e M. Notari, Milano, 2022, 47.

³⁸ Cfr. P. MONTALENTI, *Il socio di società quotata*, in *Disciplina delle società e legislazione bancaria. Studi in onore di Gustavo Visentini*, Vol. 1, *Principi e metodo, società e organizzazione*, a cura di A. Nuzzo e A. Palazzolo, Roma, 2020, 190.

Com'è noto, infatti, soprattutto a seguito della riforma organica del diritto societario del 2003, si è assistito al progressivo svuotamento delle competenze decisionali dell'organo assembleare con contestuale spostamento del baricentro del potere decisionale in capo all'organo amministrativo³⁹. Ciò significa che l'interesse della minoranza a interloquire con la maggioranza è destinato a rimanere frustrato in presenza di uno stabile socio di controllo, specie se la partecipazione di maggioranza è di entità tale da consentire l'approvazione di modificazioni strutturali (art. 2411 c.c.) o temporanee (2443 c.c.) al sistema di ripartizione delle competenze tra soci e amministratori: realizzandosi in questo modo l'attrazione della decisione assembleare all'intero del contesto tipicamente non partecipativo del procedimento consiliare⁴⁰. Ma anche in assenza di tale eventualità, cioè anche in assenza di una delega in seno formale, la concentrazione dell'assetto proprietario è in grado, già di per sé, di predeterminare l'esito della deliberazione assembleare, che per tale motivo il più delle volte costituisce il frutto della concertazione preliminare tra soci di maggioranza e organo amministrativo attraverso contatti informali⁴¹. Peraltro, in passato, proprio tale peculiarità del mercato finanziario italiano era stato indicato come il principale ostacolo all'attivismo degli investitori istituzionali; e ciò, nonostante il TUF avesse aderito alla strategia del potenziamento dei diritti di *voice* al fine di consentire alle minoranze azionarie di monitorare la condotta degli amministratori e, per loro tramite, del socio di controllo⁴².

³⁹ P. MARCHETTI, *Le novità in materia di s.p.a.*, in *Le operazioni sul capitale sociale: casi pratici e tecniche di redazione del verbale notarile*, consultabile su <http://elibrary.fondazione-notariato.it>; si pensi, per fare due esempi, alle ipotesi introdotte *ex novo* di delega agli amministratori ex art. 2505 (incorporazione di società posseduta interamente) e 2505-bis (incorporazione di società posseduta al 90 %): per un elenco dettagliato delle ipotesi di delega introdotte dalla riforma: S.A. CERRATO, *Le deleghe di competenze assembleari nelle società per azioni*, Milano, 2009, pp. 82 ss.; parla di una "vasta erosione delle originarie competenze dell'assemblea" G.B. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gianfranco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. II, Torino, 2006, 22.

⁴⁰ A titolo esemplificativo, si consideri che, in base all'art. 2443 c.c., l'autonomia statutaria può attribuire (*ab origine* o con modificazione successiva da parte dell'assemblea straordinaria), all'organo amministrativo la potestà di deliberare sulla modificazione in aumento del capitale sociale. Lo statuto in questo modo realizza, nella sua qualità di strumento contrattuale a rilevanza organizzativa, una riallocazione temporanea e non privativa dell'originaria competenza assembleare: S.A. CERRATO, *Le deleghe di competenze*, cit., pp. 114.

⁴¹ L. DELLA TOMMASINA, *Informazione preassembleare e tutela dell'investimento*, Milano, 2018, 71. D'altronde lo stesso Ascarelli rilevava che "poiché il controllo della società discende dalla partecipazione azionaria, esso è costantemente o quasi precostituito e spesso deve esserlo per la stessa efficienza della gestione della società; la maggioranza assembleare non è quasi mai il frutto della convinzione maturatasi nella maggior parte degli intervenuti in seguito all'assemblea e nemmeno in occasione di questa, ma è determinata dalla preesistente posizione azionaria dalla quale discende l'identificazione della persona o del gruppo che esercita il controllo che perciò è precostituito rispetto a una deliberazione che, in linea di fatto, non fa spesso che sancire quanto già deciso dal gruppo che esercita il controllo" (così, appunto, T. ASCARELLI, *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 12 s.).

⁴² *Ex multis*, L.A. BIANCHI-L. ENRIQUES, *Corporate Governance in Italy After The 1998 Reform: What Role for Institutional Investors?*, Quaderni di Finanza Consob, 2001, a p. 1 dove si legge "a curb to their playing such an active role may derive from... the prevailing ownership structure of listed companies, which are still dominated by controlling shareholders holding stakes higher than, or close to, the majority of the capital (implying a weaker bargaining power of institutions vis-à-vis controllers". Oltre alla concentrazione della proprietà azionaria in mano a pochi soci, spesso legati

Tale tendenziale isolamento della minoranza azionaria, anche professionale, dalla partecipazione al procedimento assembleare e dalla determinazione dei relativi esiti sembrerebbe essere venuta meno negli ultimi anni. Da più parti si rileva, infatti, come l'introduzione del sistema della c.d. *record date* (art. 83-*sexies*, comma 2, introdotto nel TUF a seguito dell'attuazione nell'ordinamento italiano della Direttiva 2007/36/CE, c.d. *Shareholders Rights Directive I*) abbia rappresentato un vero e proprio spartiacque, avendo eliminato il principale ostacolo all'attivismo degli investitori istituzionali (i.e. il deposito delle azioni detenute in portafoglio prima della celebrazione dell'assemblea)⁴³. Più in generale, sembrano essere incrementati sia la percentuale media di capitale intervenuto in assemblea⁴⁴ sia il numero di società a c.d. controllo instabile, specie nei segmenti a media e alta capitalizzazione. Qui il socio o i soci di riferimento non possiedono una partecipazione tale da consentire di "governare" la società, dipendendo allora l'esito delle decisioni assembleari, soprattutto per quanto riguarda la nomina degli amministratori, dalla capacità degli stessi o del consiglio di amministrazione di coagulare il consenso intorno a singole proposte di deliberazione⁴⁵.

Tuttavia sarebbe ingenuo pensare che tali dati siano sintomatici di una rinascita della funzione compositoria dell'assemblea degli azionisti, anche a voler ammettere che questa sia mai esistita⁴⁶. Come vedremo in seguito, la Direttiva SHDR II, nell'imporre ai gestori di attivi obblighi di trasparenza per quanto riguarda le politiche di voto, presuppone necessariamente l'adozione di idonei presidi organizzativi, i quali si traducono in ultima analisi nella necessaria predeterminazione (rispetto alla riunione assembleare) dell'orientamento di voto da esprimere⁴⁷;

da patti di sindacato, la dottrina ha individuato la ragione del sostanziale disinteresse degli investitori istituzionali nei confronti delle dinamiche di *governance* delle società partecipate nell'appartenenza delle società di gestione a gruppi bancari o assicurativi che, nel loro complesso, erano in grado di coprire l'85% del mercato. A causa dei conflitti di interesse che ne derivavano, venivano meno gli incentivi volti a far adottare agli investitori istituzionali una posizione antagonista, o quantomeno di confronto costruttivo, nei confronti degli esponenti apicali o del *management* della società: V. CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 876 ss.

⁴³ Per tutti, v. M. NOTARI, *Diritti di voce degli azionisti e tutela delle minoranze*, in *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. Annunziata, Milano, 2016, 254 s; C. ANGELICI, *La record date*, in *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, Milano, 2015, 67 ss.

⁴⁴ CONSOB, *Rapporto Consob sulla corporate governance delle società quotate italiane*, 2022, pag. 64, anche se è necessario precisare che per la predetta stagione assembleare era ancora consentita la partecipazione tramite Rappresentante Designato, stante la proroga fino al 31 luglio 2022, delle misure emergenziali disposte a causa della pandemia da COVID-19.

⁴⁵ S. CACCHI PESSANI, *Il voto di lista per la nomina degli amministratori nelle società a controllo "fluido": prassi, problemi e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2021, 715.

⁴⁶ Per una completa ricostruzione delle funzioni che, nel corso del tempo, si è tentato di attribuire alla collegialità assembleare v. S. ROSSI, *Il voto extrassembleare nelle società di capitali*, Milano, 1997, 84 ss.

⁴⁷ G. BALP, *Società quotate e partecipazione all'assemblea: per una maggiore apertura all'intervento e al voto a distanza*, in *Riv. soc.*, 2022, 210, "La politica di *engagement* che ai sensi dell'art. 124-*quinquies* TUF gli investitori sono chiamati ad adottare...rinviava infatti a una concezione essenzialmente procedurale dell'*engagement*, rafforzando quanto alle decisioni di voto l'effetto di disallineamento tra l'esigenza organizzativa, preparatoria e decisoria dell'investitore che attua la politica di impegno nella definizione delle decisioni di voto e il momento del dibattito che ha luogo nell'adunanza assembleare"; M. STELLA RICHTER JR, *La collegialità nelle società di capitali al tempo della pandemia*, in *Giustizia civile*,

non potendosi pertanto ragionevolmente sostenere che il gestore intervenga in assemblea senza aver già deciso la direzione da imprimere al voto da esercitare nell'interesse del fondo comune amministrato.

A tale proposito, occorre rilevare che l'utilizzo della tecnica della diversificazione nella scelta dei titoli da inserire nel portafoglio dei fondi comuni gestiti contribuisce ad aggravare lo svuotamento della funzione della riunione assembleare, sotto il profilo della partecipazione al dibattito e dell'espressione del voto. Vi è da dire, infatti, che le politiche di *engagement* e le strategie interne di voto vengono determinate dagli intermediari tenendo conto non delle singole società partecipate, ma del complessivo portafoglio gestito, con un livello di astrazione sempre maggiore via via che aumenta il grado di diversificazione di portafoglio e specialmente in presenza di uno stile di gestione passivo, volto a contenere i costi⁴⁸. Tramite le *corporate guidelines*, in sostanza, vengono fissate in via preventiva e in modo trasversale – rispetto alle società quotate partecipate – le preferenze di voto dei gestori di attivi su tematiche generali, riguardanti principalmente la *corporate governance* (composizione del consiglio di amministrazione, politiche di remunerazione, sistema dei controlli interni etc.) e l'opportunità del perseguimento di obiettivi ESG, come tali totalmente avulse da un'analisi *company specific*⁴⁹.

E, anche laddove la funzione di *stewardship* viene svolta in modo attivo, l'*engagement* trova attuazione attraverso dialoghi di tipo extrassembleare. Ciò si verifica, ad esempio, quando al capitale della società quotata partecipano *hedge funds* che, come vedremo in seguito, anche in virtù dei meno stringenti vincoli alle partecipazioni detenibili, basano la propria strategia di investimento sulla promozione di modifiche alla struttura della *governance* o alle strategie gestionali delle società partecipate. Viceversa, l'espressione del voto contrario in assemblea costituisce per tali attori della *governance* quasi sempre l'*extrema ratio*, come reazione al mancato adeguamento degli amministratori alle richieste extrassembleari, proprio perché tale condotta potrebbe essere interpretata dai clienti finali come una violazione dell'obbligo di diligente gestione delle risorse investite, posto che la manifestazione in pubblico del dissenso rispetto alla

2020, 9. Tali obblighi risultano peraltro rafforzati a seguito dell'entrata in vigore della SFRD e del Regolamento UE 2020/852 sulla c.d. tassonomia delle attività economiche, i quali presuppongono una concezione della *stewardship* quale metodo di gestione del rischio sistemico di portafoglio attraverso l'implementazione dei rischi ESG all'interno della strategia di investimento: D. VARANI, D. LUNETTA, D. DI MARTINO, *ESG: impatti sulla gestione collettiva del risparmio*, in *Rivista di diritto bancario*, disponibile su <https://www.dirittobancario.it/art/esg-impatti-sulla-gestione-collettiva-del-risparmio/>.

⁴⁸ G. BALP, *Società quotate e partecipazione all'assemblea*, cit., 210.

⁴⁹ G. STRAMPELLI, *Soft Law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate e index guidelines*, in *Riv. soc.*, 2021, 1107 ss.

linea seguita dagli amministratori produrrebbe quasi sicuramente un effetto depressivo sul valore di quotazione della partecipazione azionaria detenuta in portafoglio⁵⁰.

D'altronde, numerosi sono gli indici normativi che evidenziano la crisi della concezione che pretende di assegnare alla collegialità assembleare una qualsiasi funzione ponderatoria o compositoria: si pensi al voto per corrispondenza⁵¹, per definizione espresso in un contesto non partecipativo, all'asservimento del diritto di intervento al diritto di voto, alla possibilità di intervenire in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione, anche assumendo un atteggiamento meramente passivo (art. 143-*bis* Regolamento emittenti in relazione all'art. 127 TUF). Valorizzando tali indici sistematici, la dottrina più autorevole è giunta alla conclusione che al procedimento assembleare debba essere riconosciuta una prevalente funzione informativa⁵². Tuttavia, anche sotto tale profilo occorre intendersi: l'informazione fornita al socio di società quotata in sede pre-assembleare e assembleare tende a coincidere con l'informazione fornita al mercato in quanto tale. Pertanto, più che essere strumentale al consapevole esercizio del voto, l'informazione preassembleare e assembleare sembra destinata (in via principale) a consentire la corretta formazione dei prezzi di quotazione⁵³, tanto più che è ormai da tempo considerato pacifico il ruolo svolto dai gestori di attivi, che rappresentano i reali destinatari delle relazioni predisposte dagli amministratori, nella promozione della funzione allocativa del mercato dei capitali. Dimodoché risulta difficile ritagliare alla stessa, a livello assiologico ancora prima che normativo, un qualche spazio di autonomia rispetto alle informazioni che gli amministratori devono divulgare al mercato in adempimento degli obblighi di informazione periodica e continuativa imposti per legge (*in primis*, Regolamento 596/2014, c.d. MAR, ma anche Direttiva 2014/95/UE e, adesso, Direttiva 2464/2022)⁵⁴.

Come vedremo in seguito, una possibile via per poter individuare qualche sfera di autonomia in capo all'assemblea degli azionisti quale organo avente una preminente funzione

⁵⁰ S. CARBONARA-S. GILOTTA, *La politica di impegno degli investitori istituzionali*, in *Il recepimento in Italia della shareholder rights II*, a cura di F. Raffaele e E. Ruggiero, Padova, 2021, 239 ss.

⁵¹ Su cui v. E. PEDERZINI, *Intervento del socio mediante mezzi di telecomunicazione e democrazia assembleare*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 98 ss.

⁵² B. LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Scritti giuridici*, Vol. 1, Milano, 2013, 327 ss.; R. SACCHI, *L'informazione nella e per l'assemblea delle società quotate*, in *AGE*, 2013, 103; G. GUIZZI, *Gli azionisti e l'assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in *RDS*, 2011, 11 ss.

⁵³ U. BELVISO, *L'informazione dei soci nelle società con azioni quotate (art. 130, d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58)*, in *Riv. soc.*, 2000, 829; L. DELLA TOMMASINA, *Informazione preassembleare*, cit., 21; R. SACCHI, *L'informazione nella e per l'assemblea*, cit., 103, il quale richiama il disposto dell'art. 125-*ter*, 1° comma, TUF, laddove prescrive che la relazione degli amministratori sulle materie poste all'ordine del giorno deve essere messa a disposizione del pubblico e sul sito internet della società; tale strumento è per sua natura indirizzato non soltanto ai soci, ma a una platea potenzialmente illimitata di destinatari. *Contra* R. COSTI, *L'informazione al mercato: trasparenza e riservatezza*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*, a cura di P. Marchetti, F. Ghezzi, R. Sacchi, Milano, 2020, 153.

⁵⁴ V. DI CATALDO, *Diritti di voice degli azionisti e tutela delle minoranze*, in *Il Testo Unico della Finanza*, cit., 78.

informativa potrebbe essere la dimostrazione della sua capacità di produrre, in determinate occasioni e tramite l'adozione di una particolare tipologia di delibera (dal valore, lo si può anticipare fin da adesso, meramente consultivo), un'informazione che si riveli di tipo *qualitativamente* diverso rispetto ai flussi informativi che gli amministratori sono già per legge obbligati a diffondere all'esterno dell'impresa; un'informazione, in altre parole, che esuli dal patrimonio informativo nella disponibilità dei gestori dell'impresa, in quanto per essere prodotta richiede il necessario coinvolgimento degli azionisti tramite l'instaurazione del procedimento assembleare e la produzione di un risultato deliberativo.

3. L'INTERFERENZA DELL'ENGAGEMENT CON IL PRINCIPIO DI COMPETENZA GESTORIA ESCLUSIVA DEGLI AMMINISTRATORI

La moltiplicazione delle ragioni che animano l'investimento azionario (di minoranza, ma non solo), accompagnata dalla maggiore propensione all'attivismo dei soci "caratterizzati" e dalla anticipazione alla fase preassembleare o extrassembleare della dialettica soci-amministratori, produce sotto il profilo interpretativo quantomeno due ordini di conseguenze.

Per quanto riguarda l'inquadramento sistematico del ruolo del consiglio di amministrazione, è necessario rilevare che con l'apertura della società per azioni al mercato del capitale intermediato tende a rafforzarsi l'esigenza di neutralizzazione della funzione gestoria rispetto ai diversi interessi sottesi alla partecipazione azionaria. Com'è noto, infatti, la riforma del 2003, in ciò innovando rispetto al passato, ha optato in maniera inequivoca per l'accentramento del potere di gestione in capo all'organo amministrativo⁵⁵. La disposizione dell'art. 2380-bis, secondo cui la gestione dell'impresa "spetta *esclusivamente* agli amministratori" i quali hanno il dovere di compiere "le operazioni *necessarie* all'attuazione dell'oggetto sociale", rappresenta uno dei cardini "per la stessa ricostruzione delle caratteristiche tipologiche della società per azioni"⁵⁶. Nelle intenzioni del legislatore della Riforma, l'accentramento del potere gestorio così realizzato trovava giustificazione non solo in oggettive esigenze di funzionalità dell'impresa societaria, in ossequio al principio di divisione del lavoro, ma anche, se non soprattutto, nella necessità di garantire una gestione dell'investimento dei soci

⁵⁵ Si v. la Relazione di accompagnamento al d.lgs. n. 6 del 2003 (§ 6.III.1).

⁵⁶ Così G. GUIZZI, *Riflessioni intorno all'art. 2380-bis*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, Vol. II, Torino, 2014, 1043 ss. L'autore attribuisce alla disposizione la funzione tipologica di distinguere all'interno delle società di capitali la s.p.a. dalla s.r.l., in cui "l'esercizio delle funzioni gestorie... è pur sempre riservato, in via finale, alla collettività dei soci" (art. 2479, 1° comma, cc.).

improntata a criteri di indipendenza e neutralità⁵⁷, sul presupposto che soltanto la posizione degli amministratori è inquadrabile in termini di responsabilità e di parametri per valutarla⁵⁸. Da qui il rigido divieto sancito da una norma inderogabile (art. 2364 n. 5 c.c.) di traslare competenze dal consiglio di amministrazione all'assemblea, sia in via di fatto sia tramite clausole statutarie, qualora la legge non lo preveda espressamente⁵⁹. Peraltro, come è stato correttamente sottolineato, il principio di esclusività della competenza degli amministratori in materia di gestione merita di essere valorizzato non soltanto con riguardo ai rapporti tra assemblea e consiglio di amministrazione, quindi in una dimensione prettamente organizzativa, ma anche con riferimento ai rapporti interindividuali tra *board* e singoli azionisti, laddove questi pretendano di impartire direttive su singole decisioni imprenditoriali al di fuori della sede assembleare⁶⁰.

Nella società quotata quindi la necessità di assicurare l'impermeabilità dell'azione degli amministratori da pressioni esterne diviene ancora più stringente essenzialmente per due ragioni: *i*) perché, in virtù della caratterizzazione dell'azionariato, aumentano le fonti da cui possono provenire "interferenze indebite" di natura extrassembleare (non solo i soci di controllo, o comunque di riferimento, ma anche i soci grandi e organizzati, come i fondi attivisti); *ii*) perché i diversi obiettivi perseguiti dai soci attraverso l'investimento azionario necessitano di essere confrontati e, eventualmente, bilanciati con gli interessi dei terzi su cui l'azione della grande impresa azionaria organizzata in forma di società quotata si trova ad incidere⁶¹.

⁵⁷ C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, cit., 345 ss.; G. GUIZZI, *Riflessioni intorno all'art. 2380-bis*, cit., 1044, individua la ragione giustificativa della necessaria imparzialità degli amministratori nella naturale vocazione della società per azioni a raccogliere il risparmio tra il pubblico indifferenziato, in quanto la spersonalizzazione dell'investimento e la diversificazione degli interessi dei soci, che normalmente ne conseguono, esigono che la gestione sia affidata a un organo neutrale; V. CALANDRA BUONAURO, *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, 1985, 10, richiama il concetto di *competenza funzionale* di derivazione legale poiché, una volta nominati, gli amministratori ricoprono una vera e propria funzione da esercitare nell'interesse dell'intera collettività dei soci, e non solo di chi li ha nominati. In tal senso anche B. LIBONATI, *Il governo del consiglio di amministrazione di società per azioni*, in *Diritto, mercato ed etica. Dopo la crisi*, Milano, 2010, 372; F. BARACHINI, *Tutela delle minoranze e funzione gestoria*, in *Giur. comm.*, 2018, 576 ss., il quale opera una ripartizione tra regole "esterne" e regole "interne" volte a preservare l'esigenza indicata nel testo.

⁵⁸ C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., 352; I. KUTUFÀ, *Interferenza nella gestione e responsabilità dell'azionista*, 2023, Napoli, 12.

⁵⁹ V. PINTO, *Art. 2380 bis*, in *Le società per azioni*, a cura di Abbadessa e Portale, tomo I, Milano, 2016, 1170 ss.; l'autore giustamente rileva come sia in realtà l'art 2364 n. 5 a regolare i rapporti tra assemblea e consiglio di amministrazione all'interno dell'organizzazione societaria, facendo riferimento al più ampio concetto di «atti degli amministratori».

⁶⁰ P. SCHLESINGER, *I poteri extra-assembleari dell'azionista di controllo*, in *Riv. dir. priv.*, 1996, 446; G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori con gli azionisti dopo il codice di corporate governance*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, 722. *Contra* Cfr. S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, Milano, 2022, 91 ss., il quale ritiene che dal disposto dell'art. 2380-bis non sarebbe ricavabile un principio di esclusiva spettanza della gestione agli amministratori. Dimodoché, anche a voler ammettere una partecipazione degli azionisti istituzionali alla gestione tramite l'*engagement*, non sorgerebbero problemi di compatibilità con il sistema di ripartizione delle competenze che connota tipologicamente la società per azioni.

⁶¹ G. MEO, *L'amministrazione delle società quotate*, in *Il Testo Unico Finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, Vol. II, *Mercati ed emittenti*, Bologna, 2020, 1815; in questo senso, l'organizzazione corporativa della società per azioni si presta allora ad essere inquadrata come "una articolazione di poteri (e non posizioni soggettive contrattuali) che vengono

Alla luce del tendenziale isolamento dell'organo gestorio dalle pressioni degli azionisti, si pone allora il tema della compatibilità dell'*engagement* con il sistema imperativo di ripartizione interorganica delle competenze tra soci e amministratori sopra delineato⁶². Il problema sorge in particolare quando il dialogo extrassembleare sia diretto a produrre una modifica nelle strategie d'impresa della società partecipata. Secondo parte della dottrina, che ha affrontato la questione, non vi sarebbe alcun attrito di ordine sistematico tra l'attribuzione in via esclusiva agli amministratori della gestione dell'impresa e il dialogo tra soci e amministratori, anche nella forma del *purposeful dialogue*, posto che l'art. 2364, comma 1, n. 5 esprimerebbe "il limite massimo del coinvolgimento nella gestione della collettività dei soci" e pertanto non sarebbe dato rinvenire "alcun ostacolo all'attuazione di forme meno intense di ingerenza, consistenti in un intervento puramente consultivo (parere o raccomandazione)"⁶³.

Senonché, se è certamente vero che il disposto dell'art. 2364, comma 1, n. 5 non sembra precludere all'autonomia statutaria di prevedere un intervento meramente consultivo dei soci in sede di adunanza assembleare⁶⁴, tale dato normativo rimane viceversa del tutto silente in relazione al diverso problema delle forme di influenza esercitabili sugli amministratori al di fuori del procedimento assembleare e in assenza di una clausola statutaria legittimante. Tanto più che le modalità attuative dell'*engagement* soci/amministratori sembrerebbero riguardare proprio quegli aspetti della competenza degli amministratori che la dottrina identifica come "primordiali" ed "esclusivi"⁶⁵: l'attività di *monitoraggio* degli azionisti istituzionali pare concentrarsi, più che sulla dimensione operativa dell'attività d'impresa – tant'è che è pacifica in dottrina la constatazione secondo cui la gestione corrente fuoriuscirebbe dall'oggetto

esercitati nel mercato e che non si esauriscono nella sfera di chi ha dato vita (con l'atto di autonomia contrattuale), essendo espressione di funzioni volte al conseguimento di interessi eterogenei (così, F. BORDIGA, *Spunti in materia di autonomia statutaria nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2021, 783).

⁶² Cfr. ASSONIME, *Il recepimento della direttiva shareholder rights II nell'ordinamento italiano*, Circolare n. 21 del 4 novembre 2019, 71.

⁶³ V. L. BENEDETTI, *L'engagement soci/amministratori e la governance della s.p.a.: considerazioni sistematiche*, in *Riv. soc.*, 2022, 1098, che trae tale conclusione facendo leva anche sulla disciplina in materia di direzione e coordinamento di società (art. 2497 ss. cc.).

⁶⁴ M. MAUGERI, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2013, 362.

⁶⁵ V. PINTO, *Art. 2380-bis*, cit., 1172. È certamente significativo notare come anche chi, a seguito delle modifiche introdotte dal legislatore del Codice della Crisi (d. lgs. 14/2019), aveva proposto di distinguere tra l'attività di "gestione in senso stretto" e l'attività, meramente esecutiva della prima, consistente nell'"amministrazione del patrimonio sociale", per cui soltanto la prima e non la seconda rientrerebbe nel perimetro dei poteri esclusivi degli amministratori, riconduca la dimensione organizzativa e quella strategica nell'ambito della prima categoria, non residuando quindi in tale materia alcuno spazio di intervento per i soci: M. ROSSI-G. FERRI JR, *La gestione dell'impresa organizzata in forma societaria*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di M. Irrera, Torino, 2020, 582 s. Per una critica a tale impostazione v. A. MIRONE, *Assetti organizzativi, riparti di competenze e modelli di amministrazione: appunti alla luce del "decreto correttivo" al Codice della Crisi e dell'insolvenza*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 185 ss.

dell'*engagement*⁶⁶ –, sugli assetti organizzativi dell'impresa, sulle operazioni strategiche e sulle linee portanti della strategia imprenditoriale; temi che rientrano tutti nelle attribuzioni riservate al consiglio di amministrazione di società per azioni quotate (predisposizioni di assetti organizzativi adeguati, definizione del piano industriale e supervisione sulla sua attuazione, politiche di finanziamento dell'impresa, gestione dei rischi di impatto ambientale e sociale dell'attività d'impresa etc.⁶⁷)⁶⁸.

In realtà, tale potenziale contrasto potrebbe trovare composizione facendo ricorso a un diverso percorso argomentativo. In via preliminare, occorre effettuare una precisazione di carattere terminologico: raccomandare, consigliare, emettere pareri, traducendosi in una mera valutazione dell'attività degli amministratori, non può mai essere considerata come una vera e propria ingerenza nella gestione, ma al massimo come somministrazione di un contributo istruttorio al procedimento consiliare⁶⁹. Un conto è esercitare un'opera di persuasione nei confronti dei componenti dell'organo amministrativo, anche attraverso l'aggiunta di ulteriori frammenti informativi⁷⁰, un altro è intromettersi nella gestione attraverso la partecipazione sistematica o episodica a singoli atti degli amministratori⁷¹. A ciò si aggiunga la considerazione, di ordine pratico, secondo cui, considerate le modalità di funzionamento tipiche dei procedimenti collegiali, ove il risultato deliberativo è frutto del confronto tra una molteplicità di prospettive e di punti di vista, sarebbe altamente difficile ricostruire in sede giudiziale il nesso causale tra il parere espresso dal socio e l'intervenuta approvazione della delibera consiliare. Ciò non toglie,

⁶⁶ I. SERDAR, *Shareholder Engagement. Chancen, Risiken und Kompatibilität mit der deutschen Corporate Governance*, Köln, 2017, 227.

⁶⁷ Come sottolineato da A. CETRA-P. CUOMO, "Responsabilità sociale" e gestione dell'impresa azionaria nel nuovo codice di Corporate Governance, in *Studi di Diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, a cura C. Costa; A. Mirone, P. Pennisi, P. Sanfilippo, R. Vigo, Torino, 2021, 169, la decisione di implementare logiche di CSR nell'attività di impresa "riposa, in particolare, sulle scelte relative alle modalità di svolgimento del processo produttivo (e, quindi, sugli investimenti necessari per orientare lo stesso verso una produzione con minori o minime emissioni ambientali o di determinati beni o servizi in luogo di altri)".

⁶⁸ Anche l'argomento che fa leva sulla riconosciuta liceità, a seguito della riforma organica del diritto societario, dell'attività di direzione e coordinamento risulta scarsamente persuasivo (art. 2497 ss.), oltre a realizzare un evidente salto logico, in quanto: a) non è affatto pacifico che gli amministratori delle società eterodirette abbiano il dovere di uniformarsi alle direttive impartite dalla capogruppo (cfr., infatti, P. ABBADESSA, *La circolazione delle informazioni all'interno del gruppo*, in *I gruppi di società*, Atti del convegno internazionale di studi di Venezia, 16-18 novembre 1995, Vol. I, Milano, 1996, 574 s.; b) all'esercizio del potere di eterodirezione sono riconnessi precisi obblighi e responsabilità nei confronti dei soci di minoranza e dei creditori delle società eterodirette, cosa che non può dirsi con riguardo all'attività di *engagement*.

⁶⁹ Cfr. M. MAUGERI, *Sostenibilità ed engagement degli azionisti istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2021, 1364 ss.

⁷⁰ Anche se risulta difficilmente negabile il nesso esistente tra base informativa, sulla base della quale la delibera è assunta, ed esercizio del potere decisionale: M. HOUBEN, *La distribuzione della responsabilità nei consigli di amministrazione con comitati interni investiti di funzioni istruttorie, propositive e consultive*, in *BBTC*, 2022, 442, la quale correttamente sottolinea come in sede di ripartizione della responsabilità tra i singoli soggetti investiti della funzione gestoria, quando il consiglio di amministrazione sia articolato in più comitati aventi funzioni propositive, consultive, istruttorie, "non rileva cioè solo la pertinenza del potere decisionale, ma anche il corredo informativo che a quel potere di norma si accompagna e che anzi ne orienta l'esercizio".

⁷¹ In questo senso deve condividersi quanto osservato da S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo*, cit., 90.

ovviamente, che possano darsi casi di autentica *ingerenza* nella sfera di attribuzioni dell'organo amministrativo, ma allora servirà la dimostrazione di ulteriori indici sintomatici, oltre al mero dialogo, per poter affermare una responsabilità dell'azionista⁷². In tal caso, lo stesso potrebbe essere perseguito, negli ordinamenti di *common law*, come *Shadow Director*⁷³ e, nell'ordinamento nazionale, alternativamente, per concorso nell'inadempimento dei doveri degli amministratori⁷⁴ oppure quale amministratore di fatto⁷⁵, a seconda che l'intromissione si esaurisca *uno actu* o trasudi nella vera e propria usurpazione di prerogative a contenuto gestorio. Fermo restando che, in presenza di una situazione di controllo e dell'esercizio di una attività di direzione e coordinamento, troveranno applicazione le norme di cui agli artt. 2497 ss.⁷⁶

⁷² A quanto ci consta, l'unico caso in cui è stata affermata da una Corte la responsabilità del socio-fondo comune per intromissione nella gestione è una decisione della Court of Chancery dello Stato del Delaware: In re PLX Tech. Stockholders Litigation, Cons. C.A. No. 9880-VCL – July 18, 2018 – October 16, 2018, con commento di P. FAZZINI, *Doveri fiduciari degli amministratori designati dai fondi attivisti e conflitto di interessi: alcune considerazioni in una prospettiva transatlantica*, in RDS, 2020, 207 ss.

⁷³ La fattispecie dello *shadow director* costituisce una *species* della più ampia categoria del *tort of inducing breach of fiduciaries duties* dei *directors* (C. NOONAN-S. WATSON, *The Nature of Shadow Directorship: Ad Hoc Statutory Intervention or Core Company Law Principle*, in *Journal of Business Law*, 2006, 773 ss. Si tratta pertanto di fattispecie che, pur conosciuta soltanto negli ordinamenti di *common law*, è assimilabile alla fattispecie della responsabilità da induzione all'inadempimento (v. per tutti, F. ZICCARDI, *L'induzione all'inadempimento*, Milano, 1979, 178; C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, Milano, 2006, 118).

⁷⁴ Del resto l'idoneità di quest'ultima a perseguire forme atipiche di ingerenza sulla gestione sociale da parte di soggetti estranei al *board* trova un fondamento normativo nel fatto che tale generale fattispecie di illecito risulta recepita nell'ordinamento societario all'art. 2476, comma 8, c.c. (v. A. ZOPPINI, *Intestazione fiduciaria e responsabilità per atti di "eterogestione"* (art. 2476, comma 7°, c.c.), in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, I, 585; AA.VV., *Diritto del governo delle imprese*, diretto da Irrera, Torino, 2016, 307). Ammettono l'applicazione in via analogica della fattispecie di responsabilità del socio di s.r.l. prevista dal predetto articolo: E. CODAZZI, *L'ingerenza nella gestione delle società di capitali tra "atti" e "attività"*. *Profili in tema di responsabilità*, Milano, 2013, *passim*; L. CALVOSA, *Gestione esclusiva degli amministratori nella s.r.l.*, in *Patrimonio sociale e governo dell'impresa. Dialogo tra giurisprudenza, dottrina e prassi. In ricordo di G.E. Colombo*, a cura di G.A. Rescio e M. Speranzin, Torino, 2020, 131; M. RESCIGNO, *Soci e responsabilità nella nuova s.r.l.*, in *AGE*, 2003, 310; A. ZOPPINI, *Intestazione fiduciaria*, cit., 578, testo e nt. 15; P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta*, in *Riv. soc.*, 2018, 1463; A. ZANARDO, *L'estensione della responsabilità degli amministratori di s.r.l. per mala gestio ai soci "cogestori": luci e ombre della disposizione dell'art. 2476, comma 7, c.c.*, in *Riv. soc.*, 2009, 502, nota 9; con ampia argomentazione: I. KUTUFÀ, *Interferenza nella gestione*, cit., 197 ss.

⁷⁵ Com'è noto tale distinzione è stata elaborata dalla dottrina che ha analizzato il fenomeno del c.d. amministratore di fatto. Tale figura è stata elaborata dalla giurisprudenza con il fine di estendere le norme in materia di responsabilità degli amministratori anche a chi, pur non essendo stato formalmente investito della carica, eserciti in modo continuo e sistematico prerogative a contenuto gestorio. La distinzione operata nel testo risponde all'esigenza, ampiamente avvertita da dottrina e giurisprudenza, di circoscrivere la "responsabilità per l'amministrazione della società" ai casi di autentica usurpazione dei poteri gestori, non risultando ragionevole applicare l'intero statuto normativo previsto per gli amministratori di spa anche a chi abbia compiuto atti di ingerenza in via meramente episodica od occasionale. Sul punto v. N. ABRIANI, *Gli amministratori di fatto di società di capitali*, Milano, 1998, 210 ss.; F. BONELLI, *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 4, Torino, 1991, 402; L. MOSSA, *Trattato del nuovo diritto commerciale*, IV, Cedam, Padova, 1957, 452; F. GUERRERA, *Gestione "di fatto" e funzione amministrativa*, in *Scritti in onore di Antonio Pavone La Rosa*, Vol. 1, Tomo I, Milano, 1999, 390 ss.; N. ABRIANI-P. MONTALENTI, *L'amministrazione: vicende del rapporto, poteri, deleghe e invalidità delle deliberazioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, Vol. IV, Tomo I, Padova, 2010, 590; N. ABRIANI, *Dalle nebbie della finzione al nitore della realtà: una svolta nella giurisprudenza civile in tema di amministratore di fatto*, in *Giur. comm.*, 2000, II, 182 ss.

⁷⁶ Trib. Milano, 9 gennaio 2018, con nota di S. CORSO, *Società di gestione del risparmio e attività di direzione e coordinamento nei confronti delle società partecipate dai fondi gestiti*, in *BBTC*, 2019, 594 ss.

Pertanto, al di fuori del fenomeno patologico sopra descritto, deve in generale considerarsi compatibile con il disposto dell'art. 2380-*bis* il contributo consultivo o dialettico del socio qualificato al procedimento decisionale del consiglio di amministrazione, senza che per tale motivo debba ritenersi verificata la compromissione delle prerogative riservate per legge all'organo gestorio, così come è possibile immaginare l'acquisizione unilaterale di informazioni da parte degli amministratori (c.d. dialogo *one way*). Ciò anche alla luce degli effetti benefici che il dialogo è in grado di apportare, in termini di riduzione delle asimmetrie informative tra emittente e mercato, di mitigazione della conflittualità endosocietaria e, più in generale, di incremento della qualità delle decisioni del consiglio, anche in conseguenza dell'enorme patrimonio informativo a disposizione dei gestori di attivi⁷⁷.

4. (SEGUE) LE CRITICITÀ DERIVANTI DA UN'IMPOSTAZIONE INCENTRATA SUL RUOLO DEI SOCI E SUOI LORO POTERI

Da quanto finora detto emerge allora l'opportunità di spostare l'attenzione dalla ripartizione di poteri all'interno dell'organizzazione sociale al tema dei dialoghi selettivi.

Fino ad ora l'attenzione della dottrina si è concentrata principalmente sull'individuazione degli spazi di legittimità che è possibile riconoscere al fenomeno dell'instaurazione di contatti informativi informali tra soci e amministratori alla luce del complesso di regole che disciplinano l'*insider trading* (Regolamento n. 596/2014, c.d. *Market Abuse Regulation*), con il fine ultimo di tutelare la parità di accesso dei portatori di strumenti finanziari alle informazioni rilevanti per le loro scelte di investimento (art. 92 TUF)⁷⁸.

⁷⁷ S. GILOTTA, *op. cit.*, 43 ss., a cui si deve l'osservazione condivisibile secondo cui i dialoghi contribuirebbero a spiegare ai soci istituzionali il modo in cui gli amministratori intendono creare valore nel lungo periodo, evitando errori nella formazione dei prezzi di mercato, dovuti in ultima analisi a una non corretta interpretazione delle politiche dell'emittente. Si tenga conto, inoltre, che gli *asset managers* di dimensioni più rilevanti, dal momento che investono in migliaia di società e dispongono di mezzi tecnologici molto sofisticati (si pensi alla piattaforma *Alladdin*, tramite cui Blackrock misura e gestisce il rischio), vengono spesso consultati dai Governi per ottenere un *insight* qualificato su tematiche macroeconomiche; circostanza che si è verificata in particolare durante la crisi finanziaria del 2008: R. HENDERSON-O WALKER, *Blackrock's black box: the technology hub of modern finance*, in *Financial Times*, 24 febbraio, 2020.

⁷⁸ I contributi in materia hanno riguardato tanto la prassi dei dialoghi con il socio di controllo (come tale o nella sua qualità soggetto che esercita l'attività di direzione e coordinamento *ex art.* 2497 ss.) quanto quella della comunicazione selettiva di informazioni agli investitori istituzionali: L. CALVOSA, *Informazioni privilegiate e regolamento MAR*, in *Riv. dir. comm.*, 2019, 99 ss.; C. DI NOIA-M. GARGANTINI, *Corporate governance e comunicazione di informazioni privilegiate*, in *Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, a cura di U. Tombari, Torino, 2018, 7 ss.; C. MOSCA, *Comunicazione selettiva degli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, 29 ss.; A. GIANNELLI-C. MOSCA, *Flussi informativi tra amministratori e soci nella società quotata*, in *orizzontideldirittocommerciale.it*, 2012; P. MONTALENTI, *Investitori istituzionali e gruppi di società: i flussi informativi*, in *Informazione societaria*, cit., 61 ss.; A. ZOPPINI, *Informazione societaria e corporate governance: il dialogo tra l'organo di gestione e il socio di controllo*, in *Informazione societaria*, cit., 85 ss.; G. STRAMPELLI, *I dialoghi tra emittenti ed investitori istituzionali*, in *Informazione societaria*, cit., 96 ss.. cfr. anche CONSOB, *Q&A sull'informazione selettiva nei confronti dei soci e, in particolare, del socio di controllo nonché sulla pubblicazione delle informazioni privilegiate*

In via generale, si registra un generale consenso sul fatto che gli amministratori possano comunicare selettivamente con i soci, in deroga al principio di parità della parità di trattamento e ai divieti contenuti nel Regolamento MAR, nella misura in cui la decisione di instaurare un canale informativo privilegiato risponda all'interesse della società; un interesse però "tipico", o sarebbe meglio dire, "tipizzato", visto che esso tende a coincidere con quello degli investitori istituzionali a disporre di un quadro informativo completo al fine di monitorare l'emittente partecipato⁷⁹. Con la principale conseguenza dell'inquadramento dei poteri di interlocuzione con i soci prevalentemente sotto il profilo della loro compatibilità con la disciplina del mercato mobiliare, mentre resterebbe in secondo piano l'esatta delimitazione delle reciproche interferenze tra dialogo e doveri degli amministratori⁸⁰.

Altra parte della dottrina ha invece assunto una prospettiva interpretativa che guarda esclusivamente ai soci e alle loro esigenze di *monitoraggio* e che pertanto si interroga sulla possibilità di riconoscere in capo agli stessi speciali diritti di informazione⁸¹. Del resto, è noto come l'ordinamento della società per azioni non annoveri al proprio interno una previsione corrispondente all'art. 2476 c.c., 2° comma, c.c. la quale attribuisce al socio di s.r.l. non amministratore un ampio potere di attingere informazioni sulla gestione, con possibilità di rivolgersi direttamente al consiglio di amministrazione e al di fuori della singola vicenda deliberativa riferibile alla collettività dei soci⁸².

relative ai piani industriali, 18 marzo 2021, in relazione a cui v. M. VENTORUZZO, *Qualche nota sulla comunicazione selettiva verso soci di controllo alla luce delle Q&A Consob*, in *Riv. soc.*, 2021, 1380 ss.; C. PICCIAU, *Comunicazioni selettive ai soci e informazioni privilegiate nei recenti orientamenti Consob*, in *Riv. soc.*, 2021, 614 ss.; per uno spaccato che guarda anche all'ordinamento nordamericano: G. STRAMPELLI, *Knocking at the boardroom door: transatlantic overview of director-institutional investor engagement in law and practice*, in *Virginia Law and Business Review*, Vol. 12, No. 2, 2018, 187 ss.

⁷⁹ Cfr. M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, 1014 s.; M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Il Testo Unico finanziario*, cit., 1234 ss., il quale, facendo applicazione del metodo tipologico, propone di interpretare l'intera disciplina delle società quotate "rintracciando nell'investitore istituzionale diversificato, e quindi nel mercato, l'archetipo di "socio". Com'è già stato anticipato e come si preciserà meglio in seguito è difficile affermare l'esistenza nelle società quotate di un "archetipo di socio", stante l'estrema frammentazione degli interessi perseguiti, anche all'interno della stessa categoria degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi: cfr. C. TEDESCHI, *La direttiva Shareholder Rights II e il nuovo ruolo degli investitori istituzionali nelle società per azioni quotate. Dall'attivismo all'engagement nella prospettiva di efficienza e di continuità dell'impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, 560.; per l'osservazione secondo cui la compagine delle società quotate sarebbe connotata da una non trascurabile varietà v. B. LIBONATI, *Riflessioni su "l'interesse sociale" di Pier Giusto Jaeger*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010, 77

⁸⁰ Per un esempio invece di inquadramento del tema sotto il profilo dei doveri degli amministratori v. G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori con gli azionisti*, cit., 695 ss.

⁸¹ In via di interpretazione conforme all'ordinamento comunitario (L. BENEDETTI, *L'engagement soci/amministratori*, cit., 1110) o in virtù di una previsione statutaria approvata a maggioranza (S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo*, cit., 279 ss.)

⁸² Secondo M. FOSCHINI, *Il diritto dell'azionista all'informazione*, Milano, 1959, 46, tale sarebbe il motivo del differente trattamento, sotto il profilo informativo, del socio di s.p.a. Nello stesso senso S. FORTUNATO, *L'informazione del socio*, in *RDS*, 2020, 16, in confronto con il socio di s.r.l. Maggiormente condivisibile la posizione di L. DELLA TOMMASINA, *Informazione preassembleare*, cit., il quale individua la ragione del depotenziamento dei diritti di informazione dell'azionista in istanze di efficiente funzionamento della società per azioni a cui corrisponde la ripartizione interorganica delle funzioni all'interno del tipo.

Si farebbe così leva sull'attribuzione in capo agli investitori istituzionali, alla luce della copiosa produzione normativa dell'Unione Europea in materia di *engagement*, di un poterdovere di *monitoraggio*⁸³ sugli amministratori, dal quale discenderebbe come corollario logico-giuridico la ridefinizione in senso ampliativo dei tradizionali limiti al diritto di informazione del socio di società per azioni⁸⁴. Ciò in quanto sarebbero venuti meno quel decentramento della persona dell'azionista e quella sua posizione di estraneità rispetto alla gestione del patrimonio sociale che secondo parte della dottrina avrebbero contribuito a escludere nel modello azionario la presenza di un "vincolo di collaborazione reciproca" che connoterebbe invece altri tipi di società⁸⁵, e segnatamente la società a responsabilità limitata.

Al riconoscimento di tale situazione soggettiva in capo al socio caratterizzato corrisponderebbe poi un vero e proprio obbligo di informazione e/o di instaurazione del dialogo a carico degli amministratori, anche su materie strettamente inerenti alla gestione dell'impresa⁸⁶. Tale concezione sembra risentire della tendenza, ormai antica e in via di superamento, a riconoscere in capo all'azionista, specialmente se minoritario, particolari diritti individuali⁸⁷; si tratta di posizioni soggettive che, fuoriuscendo dal dominio del diritto societario e dall'operatività della regola di maggioranza, conferirebbero al singolo socio una tutela rafforzata, posto che gli organi della società non potrebbero incidere sulle stesse⁸⁸.

In questo modo, si ottiene inoltre il risultato, per più versi opinabile, di ancorare il dialogo soci-amministratori, e i flussi informativi che attraverso lo stesso vengono trasmessi "alla logica

⁸³ V. A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori istituzionali nella governance delle società*, in *Il Testo Unico Finanziario*, cit., vol. II, 1804, che sembra funzionalizzare l'attività degli intermediari alla tutela di interessi generali, andando ad annoverare tra i beneficiari del dovere di *engagement* anche soggetti diversi dai clienti finali.

⁸⁴ La *ratio* di tale differente trattamento del socio di s.p.a. rispetto al socio di s.r.l. è stata individuata dalla dottrina, oltre che nell'esigenza di tutelare la riservatezza aziendale, nella mancanza nella s.p.a. di meccanismi di autotutela individuale, con conseguente accentramento della funzione di controllo in capo a un organo incardinato nella struttura corporativa: M. PERRINO, *Il controllo individuale del socio di società di capitali: fra funzione e diritto*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 645 ss.

⁸⁵ M. FOSCHINI, *Il diritto dell'azionista all'informazione*, cit., 46.

⁸⁶ Cfr. L. BENEDETTI, *L'engagement soci/amministratori*, cit., 1110 "Occorre, cioè, ammettere flussi informativi dagli amministratori agli azionisti non più limitati ai dati necessari per raggiungere una conoscenza sufficiente a esercitare il diritto di voto in assemblea sulle materie all'ordine del giorno, ma comprensivi anche di dati sulla gestione e sulla strategia che i soci sono chiamati, per mezzo dell'*engagement*, a influenzare. E occorre inoltre ammettere l'esistenza non già di una mera facoltà, ma addirittura di un obbligo degli amministratori della società emittente di fornire tali informazioni"; maggiormente all'impostazione adottata nel testo sembrerebbe, se si è ben compreso, G. SANDRELLI, *Il dialogo*, cit., 721, che modula il dovere degli amministratori di ricercare il dialogo in base al tema coinvolto, differenziando opportunamente i risultati interpretativi a cui giunge a seconda che i contatti informativi riguardino tematiche di *business*, di *corporate governance* o questioni attinenti alla sostenibilità dell'attività d'impresa.

⁸⁷ Occorre infatti rilevare che la dottrina prevalente assegna carattere di diritto soggettivo ai diritti di informazione e ispezione del socio: R. COSTI, *Note sul diritto di informazione e ispezione del socio*, in *Riv. soc.*, 1963, 73. Per una ricostruzione dell'evoluzione della teoria sui diritti individuali degli azionisti v. A. MAZZONI-A. CERRAI, *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Riv. soc.*, 1993, 30 ss. D'altronde, il diritto di informazione in parola non potrebbe essere mai qualificato come diritto sociale in senso tecnico, non spettando, secondo la configurazione che ne dà la dottrina, "a tutti gli azionisti oppure a gruppi omogenei di azionisti": Cfr. V. PINTO, *Funzione amministrativa e diritti degli azionisti*, Milano, 2008, 204.

⁸⁸ V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, in *Ristampe della Scuola di specializzazione in diritto civile dell'Università di Camerino*, a cura di Pietro Perlingieri, Napoli, 2011, 1 ss.

interindividuale tipica del rapporto di *chi* chiede l'informazione e *chi* ha il dovere di erogarla⁸⁹, ponendo in secondo piano la dimensione collettiva del fenomeno societario e gli effetti che l'*engagement* è in grado di esplicitare sulle regole che governano la produzione dell'azione comune⁹⁰. Inoltre il concetto di diritto di informazione sembrerebbe cogliere, ancora una volta, soltanto una dimensione del complesso fenomeno dell'*engagement* soci-amministratori, dando la prevalenza, sotto il profilo interpretativo, ai problemi scaturenti dalla trasmissione selettiva e unilaterale di informazioni dal consiglio di amministrazione ai singoli soci, che le richiedono.

Invero, dal punto di vista dogmatico, è forse necessario distinguere il diritto di informazione in senso stretto, quale pretesa individuale del socio da esercitarsi *nei confronti della* (e non *nella società*)⁹¹, dal dialogo soci/amministratori quale formula riassuntiva di un segmento di disciplina dell'ente societario; senza che, sia detto per inciso, da tale premessa discenda l'attribuzione in ogni caso in capo ai soci di una situazione di potere, non essendo ravvisabile alcun nesso necessario, all'interno dell'ordinamento azionario, tra doveri degli amministratori e imputazione di un potere a favore degli azionisti⁹².

Come si cercherà di dimostrare nel corso del presente lavoro, i dialoghi tra soci e amministratori sembrerebbe infatti inserirsi all'interno di un procedimento, governato da precise regole di competenza e di azione, che il consiglio di amministrazione, nell'esercizio del suo potere di (auto)organizzazione, decide di imporsi (c.d. politica del dialogo)⁹³. La sensazione è pertanto che, specialmente quando il canale comunicativo venga attivato su iniziativa dell'organo gestorio, non si sia di fronte a una vicenda ininfluente per il diritto azionario, bensì a una *stretta connessione* tra il dialogo intrattenuto con i soci e i singoli episodi deliberativi in cui si estrinseca il potere/dovere degli amministratori di gestire diligentemente l'impresa⁹⁴. Del resto, è stato di recente chiarito come amministrazione, informazione da trasmettere al mercato, supervisione sugli organi delegati e gestione delle relazioni con soci e *stakeholders* rappresentano tutte funzioni interconnesse, che il *plenum* consiliare deve esercitare avvalendosi

⁸⁹ Il virgolettato è di L. DELLA TOMMASINA, *Informazione preassembleare*, cit., 9. Invero, mentre l'informazione assembleare e quella pre-assembleare si innestano su un procedimento deliberativo e sono quindi strumentali all'esercizio di una prerogativa di carattere organizzativo, il diritto di informazione in parola sarebbe totalmente scollegato da una singola vicenda deliberativa, riducendosi a una prestazione il cui contenuto informativo è lasciato alla determinazione unilaterale del socio, sulla falsariga del modello previsto dall'art. 2476, 2° comma, c.c. (tant'è che si discute se tale disposizione attribuisca o meno al socio un diritto di natura potestativa: cfr. M. BUSSOLETTI, *I diritti di controllo e di azione del socio di s.r.l in Disciplina delle società e legislazione bancaria*, cit., t. I, 127 ss.).

⁹⁰ Qui è quasi d'obbligo richiamare il famosissimo adagio di P. FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1976, 240, "ove vi è il diritto soggettivo in senso proprio si è per noi fuori o al termine del fenomeno associativo".

⁹¹ C. ANGELICI, *Le società per azioni*, cit., 56.

⁹² V. PINTO, *Funzione amministrativa e diritti degli azionisti*, Milano, 2008, 238.

⁹³ Cfr. il Principio IV del nuovo Codice di Corporate Governance.

⁹⁴ C. ANGELICI, *Conclusioni*, in *Caleidoscopio dell'informazione*, cit., 320 ss.

a tale fine del contributo diseguale dei propri componenti (amministratori esecutivi, non esecutivi, indipendenti)⁹⁵.

Tutto ciò potrebbe allora spingere l'interprete a un mutamento di prospettiva: anziché interrogarsi sul possibile impatto della riconcentrazione degli assetti proprietari e del rinnovato ruolo dei soci sullo statuto normativo della partecipazione sociale, ci si potrebbe domandare quale effetto tale evoluzione possa avere, a livello di *governance*, in relazione ai *poteri* e ai *doveri* degli amministratori e alle *regole* che ne disciplinano l'esercizio⁹⁶.

5. RAGIONI E PIANO DELL'INDAGINE

Si delineano quindi i presupposti per un'indagine che, concentrando l'attenzione sui doveri e sulle responsabilità degli amministratori, tenti di ricostruire in modo sistematico l'impatto che il maggior attivismo degli azionisti istituzionali può avere sul complessivo sistema di *corporate governance* delle società quotate.

Preliminarmente, si renderà necessario inquadrare correttamente la funzione di *stewardship* svolta dagli investitori istituzionali, in virtù della peculiare rilevanza normativa che essa ha assunto a seguito delle più recenti iniziative europee volte a stimolare l'*engagement* degli azionisti per conto altrui e il perseguimento di obiettivi di lungo periodo e di sostenibilità da parte degli emittenti titoli quotati su mercati regolamentati. Alla luce di tale evoluzione, e del complessivo statuto normativo dei poteri e delle responsabilità degli amministratori, si tenterà di individuare quei casi in cui la consultazione degli azionisti da parte degli amministratori rappresenta una scelta a carattere vincolato. Successivamente, si procederà alla verifica circa la possibilità di fondare, facendo leva sulla clausola generale dei principi di corretta amministrazione (art. 2403 c.c.), un generale dovere degli amministratori di adottare quel particolare assetto organizzativo costituito dalla politica del dialogo, all'interno della quale trovano disciplina i criteri di svolgimento dei contatti informativi e le relative responsabilità. In seguito, verrà adottata un'impostazione che guarda alla consultazione degli azionisti nella sede assembleare in una duplice, distinta ma interconnessa, prospettiva: a) come strumento di acquisizione di un'informazione rilevante per l'assunzione delle decisioni da parte del consiglio di amministrazione; b) come informazione che gli amministratori e i soci istituzionali indirizzano congiuntamente al mercato.

Infine, l'analisi verrà concentrata attorno ai riflessi endoconsiliari dei dialoghi selettivi con gli azionisti, tenuto conto del potenziale contributo dei flussi informativi provenienti

⁹⁵ G. MEO, *L'amministrazione delle società quotate*, cit., 1818.

⁹⁶ U. TOMBARI, *L'organo amministrativo di S.p.A. tra "interessi dei soci" ed "altri interessi"*, in *Riv. soc.*, 2018, 20 ss.

dall'*engagement* a un più efficace svolgimento della funzione di monitoraggio da parte del *plenum* consiliare. Ciò tanto con riguardo alla distribuzione delle responsabilità tra i vari consiglieri in ragione delle competenze possedute e degli incarichi ricoperti, quanto in relazione al dovere di agire informati che grava sugli amministratori non esecutivi e indipendenti.

CAPITOLO SECONDO

SOMMARIO: 1. L'analisi del concetto di stewardship in una prospettiva comparata – 2. La diversità dei modelli di business adottati dai gestori di partecipazioni per conto altrui e la sua emersione a livello normativo – 3. La disciplina europea sulla trasparenza delle politiche di engagement nel quadro dei rapporti tra gestori di attivi e consiglio di amministrazione e consiglio di amministrazione delle società partecipate – 4. Consultazione selettiva, gestione dell'impresa e principio di parità di trattamento tra gli azionisti – 5. I casi di obbligatoria instaurazione del dialogo con gli azionisti rilevanti quale limite mobile ai poteri degli amministratori – 6. (Segue) L'interrogativo circa l'allargamento del dovere di consultazione alle operazioni che fuoriescono dalle competenze assembleari – 7. Le recenti iniziative europee in materia di governo societario sostenibile: la complicazione del quadro dei rapporti tra soci e amministratori

1. L'ANALISI DEL CONCETTO DI STEWARDSHIP IN UNA PROSPETTIVA COMPARATA

Come è stato sottolineato dalla più autorevole dottrina britannica, che ha approfondito il tema in un'ottica comparatistica, il significato della locuzione *shareholder stewardship* non è univoco e costante nel tempo, ma muta a seconda del periodo storico e dell'ordinamento giuridico presi in considerazione¹. Si tratta, insomma, di un fenomeno mutevole che richiede di essere analizzato tanto in una prospettiva sincronica quanto in una prospettiva diacronica.

L'idea che gli azionisti debbano rendersi parte attiva nel monitoraggio delle società partecipate nasce a partire dal 1960 negli Stati Uniti, a seguito della progressiva (ri)concentrazione degli assetti proprietari delle *public companies* statunitensi nelle mani di gestori in monte del risparmio altrui, essenzialmente *mutual funds* e *pension funds*². In particolare,

¹ D. KATELOUZOU-D.W. PUCHNIAK, *Global Shareholder Stewardship. Complexities, Challenges and Possibilities*, in *Global Shareholder Stewardship*, a cura di D. Katelouzou e D.W. Puchniak, Cambridge, 2022, 5.

² La letteratura americana suole distinguere tre fasi storiche per descrivere le alterne vicende della separazione tra *ownership* e *control*. Nella prima, denominata *Gilded Age*, le *corporations* erano saldamente in mano ai grandi capitani di industria, che spesso ricoprivano anche la carica di *director* (si pensi alla famiglia Rockefeller), mentre non esisteva ancora un ceto manageriale forte. Nella seconda fase, caratteristica dei primi decenni del '900, con la sempre più marcata dispersione dell'azionariato, si realizza quella separazione tra *ownership* e *control* descritta da Berle e Means nella loro famosa opera (c.d. *managerial era*). La terza fase, ancora in corso, è quella che ha visto la canalizzazione del risparmio privato verso operatori professionali e dotati, come tali, di elevata sofisticazione finanziaria (*mutual funds*, *insurance companies*, *pension funds*), a cui dovrebbe corrispondere, almeno in teoria, una maggiore propensione al monitoraggio

lo spostamento delle risorse non destinate al consumo dall'investimento diretto a quello intermediato e la diffusione dei c.d. investitori passivi che gestiscono fondi indicizzati, i quali riproducono la composizione degli indici azionari più importanti, hanno condotto a un cambiamento radicale dei complessivi equilibri della *corporate governance*, e segnatamente del rapporto tra soci e amministratori³. Al giorno d'oggi i principali fondi di investimento non soltanto detengono azioni in moltissime società, spesso distribuite sui cinque continenti, ma hanno acquisito un potere di influenza tale da essere in grado di determinare o comunque indirizzare da soli gli esiti delle *corporate decisions*, anche in virtù dell'elevata diffusione e frammentazione della restante parte dell'azionariato delle società statunitensi.

Premesso che il fenomeno dell'*institutional ownership* ha avuto le proprie origini negli Stati Uniti, non si può fare a meno di rilevare che, nel contesto anglosassone, si deve alla dottrina e all'autodisciplina inglese il più compiuto tentativo di individuare la portata e le funzioni dell'attivismo degli azionisti istituzionali e della attività di *stewardship*. Viceversa la dottrina americana sembra essere rimasta in gran parte ancorata a una prospettiva di analisi ancora troppo condizionata dai postulati dell'analisi economica del diritto. Il che la spinge a concentrare la prospettiva di indagine sull'analisi degli incentivi economici e dei *legal constraints* che possono ostacolare l'assunzione di un effettivo *monitoring role* da parte degli investitori istituzionali⁴. Incentrare l'analisi sull'esperienza inglese, inoltre, consente di comprendere al meglio la portata delle novità introdotte dal legislatore europeo con l'approvazione della SHRD II e la decisione, per certi versi criticabile, di affidare il rispetto degli obblighi di trasparenza sulle politiche di impegno a una tecnica di disciplina tipica della *soft law*: quella del *comply or explain*⁵. Per adesso

dell'azione dei *corporate directors* (c.d. *shareholder activism*): H. WELLS, *Shareholder power in America, 1800-2000: a short history*, in *Research Handbook on Shareholder Power*, Cheltenham, 2015, 17 ss.; J.P. HAWLEY-A.T. WILLIAMS, *The Rise of Fiduciary Capitalism*, cit., 3 ss. . Un ruolo fondamentale per l'ascesa e l'affermazione dei fondi comuni nel panorama della *corporate governance* statunitense deve essere riconosciuto all'emanazione nel 1974 dell'*Employee Retirement Income and Securities Act* (c.d. *ERISA*), con cui venne imposto in via legislativa il ricorso a fondi pensionistici privati per il finanziamento dei piani di *retirement*. Nell'interpretazione datane dal Governo statunitense (v. la c.d. *Avon letter* emessa dal *Department of Labor*), tale provvedimento legislativo avrebbe comportato per i gestori dei fondi pensione non soltanto il dovere di esercitare il voto nelle assemblee annuali, ma anche quello di monitorare gli amministratori delle società partecipate: E. ROCK *Institutional Investors in Corporate Governance*, in *Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford, 2015, 365; L. ENRIQUES, *Nuova disciplina delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali: fatti e prospettive alla luce dell'esperienza anglosassone*, in *Giur. comm.*, I, 1998 684; R.J. GILSON-J.N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 878 ss.

³ G. STRAMPELLI, *Spunti di discussione per la sessione "Il diritto di voto e gli investitori istituzionali"*, paper presentato al Convegno di Orizzonti del Diritto Commerciale, tenutosi a Roma il 14 e il 15 aprile 2023, consultato su gentile concessione dell'autore.

⁴ Per tutti, v. L.A. BEBCHUCK-A. COHEN, *The Agency Problems of Institutional Investors*, in *The Journal of Economic Perspectives*, 2017, 89 ss.; R.J. GILSON-J.N. GORDON, *Agency Capitalism: further implications of equity intermediation*, in *Research Handbook on Shareholder Power*, cit., 32 ss.; L.A. BEBCHUCK-S. HIRST, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, in *Columbia Law Review*, 2019, 2029 ss.

⁵ H. IRIS-I. CHIU, *Learning from the UK in the Proposed Shareholders' Rights Directive 2014? European Corporate Governance Regulation from a UK Perspective*, in *ZVglRWiss*, 2015, 1 ss.

si può già anticipare che vi è stata una reciproca influenza tra il codice di autodisciplina britannico, nelle diverse versioni che si sono susseguite nel tempo, e la normativa europea in materia di *engagement*⁶.

Ebbene, dal punto di vista funzionale, possono essere individuati almeno tre differenti significati del termine *stewardship*. Secondo una prima accezione, fatta propria dallo *Stewardship Code* inglese del 2010, successivamente modificato nel 2012, si potrebbe rimediare alla scarsa propensione degli investitori istituzionali a esercitare attivamente i diritti afferenti alle partecipazioni sociali detenute attraverso il ricorso a norme di *soft law*, la cui applicazione è basata sul meccanismo del *comply or explain*. Il ragionamento sottostante sarebbe il seguente: siccome nel contesto inglese gli investitori istituzionali detengono la maggioranza dei diritti di voto nelle *companies inglesi*, si tratta di individuare una tecnica normativa che li spinga a contrastare, tramite il regolare esercizio degli stessi, eventuali comportamenti opportunistici degli amministratori⁷. Secondo tale ragionamento, gli azionisti istituzionali possono assumere un ruolo di monitoraggio *in quanto* possiedono il potere di nominare e rimuovere gli amministratori infedeli, laddove questi non si adoperino in misura sufficiente a perseguire l'interesse di tutti gli azionisti alla creazione di valore nel lungo periodo⁸. Ai fini della presente ricerca è importante notare che, all'interno del più generale concetto di *stewardship*⁹, nell'originaria versione del codice di autodisciplina inglese assumeva rilevanza centrale l'attività di *engagement*, vale a dire l'attività di monitoraggio attuata tramite il "purposeful dialogue on strategy, performance, and the management of risk" con i *directors* (Prefazione)¹⁰.

⁶ P. DAVIES, *The UK Stewardship Code 2010-2020. From Saving the Company to Saving the Planet?*, in *Global Shareholder Stewardship*, cit., 48 ss.

⁷ In termini generali, un *agency problem* nasce ogni qualvolta il soddisfacimento dell'interesse di un soggetto (il *principal*) dipende dalla condotta posta in essere da un altro soggetto (lo *agent*), in quanto il secondo è incentivato ad agire in modo economicamente opportunistico a causa delle maggiori informazioni di cui dispone. In presenza di assetti proprietari dispersi, questo tipo di relazione si instaura tra amministratori e intera collettività dei soci: J. ARMOUR-H. HANSMANN-R. KRAAKMAN, *Agency problems and Legal Strategies*, in *op. cit.*, pp. 29-30.

⁸ P. DAVIES, *The UK Stewardship Code 2010-2020*, cit., 47.

⁹ Da intendersi come "insieme di iniziative con le quali i gestori di attivi proteggono il valore dell'investimento dei propri *beneficial owners*", il quale ricomprende evidentemente anche l'esercizio dell'*exit*, oltre che della *voice*: S. ALVARO-M. MAUGERI-G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettive*, Quaderno giuridico Consob 19 gennaio 2019, 4.

¹⁰ Cfr. anche Principio n. 3: "Institutional Investors should monitor their investee companies" e la relativa *guidance* "Institutional Investors should endeavour to identify at an early stage issues that may result in a significant loss of investment value". Secondo M.L. PASSADOR, *Codici di stewardship o codici di trusteeship*, in *AGE*, 2022, 251, bisognerebbe distinguere, sempre all'interno della più generale nozione di *stewardship*, l'attività di *monitoring* (funzionale all'investimento e al disinvestimento informato) da quella di *engagement* (comprensiva dell'esercizio del voto, dei dialoghi tra soci e amministratori e di altre forme di attivismo).

Peraltro, costituisce opinione abbastanza diffusa quella secondo cui tale tentativo abbia prodotto scarsi risultati per quanto riguarda la modifica dell'atteggiamento passivo che ormai era divenuto un tratto caratterizzante gli investitori istituzionali britannici¹¹.

Nonostante ciò, l'impostazione adottata dal codice di *stewardship* britannico ha avuto un'enorme diffusione in tutto il mondo, essendo stata replicata anche in quegli ordinamenti dove il tessuto imprenditoriale e gli assetti proprietari delle società quotate sono connotati dalla presenza di uno o più *controlling shareholders* (Italia, Olanda, India, Brasile)¹². Ed è innegabile che tale processo di *legal transplant* abbia rappresentato un'anomalia, in quanto si è cercato di applicare la stessa tecnica di disciplina, seppur di mera *soft law*, a un contesto proprietario e di mercato radicalmente diverso rispetto a quelli in cui l'attivismo degli azionisti istituzionali era originariamente sorto (Inghilterra e Stati Uniti). Come è stato autorevolmente osservato, in presenza di un assetto proprietario concentrato, il significato di *stewardship* e quello di *engagement* non possono che ricevere una declinazione diversa. Da un lato, sotto il profilo dei referenti soggettivi dell'attività di monitoraggio, si tratterà di prevenire non tanto il pericolo che gli amministratori utilizzino la società per aumentare il proprio prestigio personale, quanto di evitare che i soci di maggioranza estraggano benefici privati in danno della collettività degli azionisti¹³. Da qui la necessità di dirottare l'attenzione dal rischio di *moral hazard* dei *manager* al monitoraggio degli acquisti pericolosi e delle operazioni che intervengono con parti correlate¹⁴.

Dall'altro, si dovrà prendere atto della circostanza che ben diversi sono i poteri di influenza degli azionisti istituzionali sugli amministratori in presenza di un socio di controllo. Stante la loro ontologica posizione di socio di minoranza, minore sarà l'efficacia delle loro iniziative¹⁵. Tenuto conto di ciò, parte della dottrina ha suggerito, richiamandosi all'esperienza dello Stato di Singapore, di introdurre *codici di stewardship* indirizzati ai soci di controllo,

¹¹ Peraltro, lo scarso successo dello *stewardship code* britannico era già stato preconizzato da B.R. CHEFFINS, *The Stewardship Code's Achilles' Heel*, in *The Modern Law Review*, 2010, 1004 ss.; P. DAVIES, *The UK Stewardship Code 2010-2020*, cit., 48 ss., il quale sottolineava come parte del fallimento sia dovuto alla circostanza che l'Autorità di Vigilanza esercitava la propria funzione di controllo sul grado di applicazione del Codice concentrandosi sul dato relativo alla pubblicazione delle politiche di *engagement* anziché sui *report* relativi all'effettiva attuazione delle dichiarazioni programmatiche contenute nelle prime.

¹² D. KATELOUZOU-D.W. PUCHNIAK, *Global Shareholder Stewardship*, cit. 6.

¹³ Cfr. P. DAVIES, *Introduction to Company Law*, Oxford, 2020, 120, "The risk for the non-controlling shareholders is that the controller will exercise its powers in a way which is adverse to their interests. In other words, the shareholders managerial agency costs, reduced by the presence of a controlling shareholder, may be replaced for the minority shareholders by controlling shareholder agency costs".

¹⁴ G. BALP, *I consulenti di voto*, 81 ss.; G. STRAMPELLI-G. BALP, *Shareholder Engagement and Voting in Italy*, in *The Cambridge Handbook of Shareholder Engagement and Voting*, a cura di H. Kaur, C. Xi, C. Van der Elst, A. Lafarre, Cambridge, 2022, 363.

¹⁵ D.W. PUCHNIAK, *The False Hope of Stewardship in the Context of Controlling Shareholders: Making Sense Out of The Global Transplant of a Legal Misfit*, in *Law Working Paper n. 589/2021*, 8 ss.

anziché agli investitori istituzionali, dato che il primo, a differenza dei secondi, sarebbe nella posizione più ideale per controllare l'operato degli amministratori¹⁶.

Il terzo, ed ultimo significato, che sta trovando sempre più accoglimento sia nell'autodisciplina che negli orientamenti del legislatore eurocomunitario, vede negli investitori istituzionali e nei gestori di attivi i soggetti incaricati di promuovere il riorientamento della gestione delle imprese verso il perseguimento di obiettivi di sostenibilità e di lungo periodo¹⁷. Ciò sul presupposto che temi come la *diversity* del consiglio di amministrazione e il cambiamento climatico rappresentino rischi sistemici che il gestore non può eliminare tramite l'utilizzo della diversificazione.

Qui il ruolo degli azionisti istituzionali assume una valenza bifronte: per un verso, ci si aspetta che, lungi dal limitarsi al mero monitoraggio, a fini reattivi, nell'ottica della prevenzione di episodi di *tunneling* o di *mala gestio*, i gestori di attivi esercitino attivamente i diritti di voto per rendere effettiva l'implementazione di logiche ESG nella *governance*, nelle strategie d'impresa e nelle operazioni straordinarie programmate dagli amministratori¹⁸; per l'altro, ci si preoccupa di assicurare la trasmissione a favore dei beneficiari finali di sufficienti informazioni sul livello di sostenibilità degli investimenti. Tale obiettivo è stato alla base dell'emanazione da parte della FRC della nuova versione dello *stewardship code britannico* (2020) che, con una parziale inversione di rotta rispetto alla precedente versione, che si focalizzava esclusivamente sull'attività di *engagement*, ha proceduto alla complessiva ridefinizione del perimetro semantico della definizione di *stewardship*, ora identificata con l'integrazione dei rischi ESG, e in particolare del rischio climatico, nelle strategie di investimento, di monitoraggio e di *exit* (Principio 7). Tra le molteplici novità introdotte, merita di essere richiamato il passaggio da un approccio basato sul *comply or explain* al più rigoroso *apply and explain*, meccanismo che richiede agli aderenti di produrre annualmente una dettagliata dichiarazione sulle modalità di applicazione delle norme dell'autodisciplina.

Anticipando in parte quanto si avrà occasione di precisare in seguito, pare lecito dubitare dell'opportunità di affidare agli investitori istituzionali il compito di dirottare le politiche gestorie dalla massimizzazione del valore delle azioni (*c.d. shareholder value*) alla considerazione degli interessi di tutti gli *stakeholders* rilevanti per l'attività d'impresa. Infatti, fatti salvi i casi in cui le quote del fondo comune vengano espressamente commercializzate come *green*, l'integrazione

¹⁶ D.W. PUCHNIAK, *Singapore's Embrace of Shareholder Stewardship A Puzzling Success*, in *Global Shareholder Stewardship*, cit., 297 ss.

¹⁷ D. KATELOUZOU-D.W. PUCHNIAK, *Global Shareholder Stewardship*, cit., 8.

¹⁸ A. AFSHARIPOUR, *ESG and Board-Shareholder Engagement in M&A*, in *Board-Shareholder Dialogue: Policy Debate, Legal Constraints and Best Practices*, a cura di L. Enriques e G. Strampelli, disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4301453

dei fattori ESG nelle politiche di impegno rappresenta pur sempre per i gestori di attivi un obiettivo strumentale rispetto alla valorizzazione dell'insieme delle partecipazioni azionarie detenute, giacché essa risulta in ultima analisi diretta, quantomeno nella maggioranza dei casi, alla riduzione del rischio sistemico di portafoglio¹⁹. Dal lato delle società partecipate e dei loro amministratori, ciò si traduce nell'adozione di politiche certamente "illuminate", perché attente a tutte le esternalità generate dall'attività d'impresa, ma comunque funzionali alla strategia di investimento adottata dall'investitore istituzionale in un'ottica di portafoglio. Insomma, dalla logica della *shareholder value maximization* si passa a quella, non troppo distante dalla prima, della *portfolio value maximization*²⁰. Il che produce come effetto quello di spostare il *focus* dell'azione gestoria non tanto dagli azionisti agli altri portatori di interessi quanto dall'interesse della singola società e della sua impresa a quello dell'insieme, per sua natura anonimo e indifferenziato, dei clienti finali dell'investitore istituzionale; un interesse che, proprio in quanto "di serie", non può che avere natura prettamente speculativa. Tuttavia, anche sul reale interesse dei gestori di attivi ad attuare iniziative di *stewardship* "sistemico"²¹ non si rinviene concordia di opinioni²².

¹⁹ J.N. GORDON, *Systemic Stewardship*, *The Journal of Corporation Law*, 2022, 627 ss.

²⁰ L. ENRIQUES-A. ROMANO, *Rewiring Corporate Law for and Interconnected World*, in *ECGI Law Working Paper n. 572/2021*, disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3814822.

²¹ L'espressione è stata coniata da GORDON, *Systemic Stewardship*, in *ECGI Law Working Paper No. 566/2021*, 2022, disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3782814.

²² Infatti, la funzione di *stewardship* degli intermediari risulterebbe gravemente depotenziata, e con essa la loro connessa capacità di riorientare le scelte degli amministratori verso obiettivi di sostenibilità, da alcuni limiti intrinseci ricollegabili principalmente agli elevati costi connessi alle iniziative di *engagement*, ai problemi di azione collettiva e ai conflitti di interesse dovuti all'esistenza di legami d'affari tra il gruppo di appartenenza dell'intermediario e le società partecipate: R. SACCHI, *La capacità propulsiva della s.p.a. quotata è andata esaurendosi*, in *Rivista ODC*, 2021, 582 ss.; F. DENOZZA, *Lo scopo della società tra short-termism e stakeholder empowerment*, in *Rivista ODC*, 2021, 52; F. DENOZZA-A. STABILINI, *Uncertainty, externalities and collective action problems: correcting the short-term bias through a multi-stakeholder approach*, in *Rivista ODC*, 2021, 1079 ss.; F. DENOZZA, *Incertezza, azione collettiva, esternalità, problemi distributivi: come si forma lo short-termism e come se ne può uscire con l'aiuto degli stakeholders*, in *Riv. soc.*, 2021, 297 ss.; A. BEBCHUCK-S. HIRST, *Index Funds and The Future of Corporate Governance*, cit.; J. MORLEY, *Too Big to Be Activist*, in *Southern California Law Review*, 2019, 1407 ss.; G. STRAMPELLI, *Are Passive Index Funds Active Owners? Corporate Governance Consequences of Passive Investing*, in *San Diego Law Review*, 2018, 803 ss.; A. BLANDINI, *Sui soci di minoranza e sugli investitori istituzionali nelle riforme del nuovo millennio*, in *Studi per Franco Di Sabato*, I, *Diritto dell'economia*, Napoli, 2009, 107 ss. Vi sarebbe inoltre da considerare che, se è vero che l'esigenza di contenere il rischio sistemico di mercato potrebbe indurre gli investitori istituzionali ad attivarsi affinché le imprese adottino strategie dirette a prevenire il verificarsi di disastri ambientali e/o sociali di dimensioni tali da propagarsi all'intero mercato finanziario, è altrettanto vero che in questo modo rimarrebbero escluse dal perimetro dell'*engagement* tutte quelle iniziative dirette a governare rischi ESG che, pur potendo causare un danno agli interessi degli *stakeholders*, non superino tale soglia di rilevanza: R. SACCHI, *Stakeholders, investitori istituzionali e nominee directors: note a margine della proposta di Francesco Denozza*, in *Conflitto di interessi e interessi in conflitto in una prospettiva interdisciplinare*, a cura di Sacchi, Milano, 2020, 493 s. A tale criticità si aggiungere la difficoltà che gli investitori istituzionali incontrerebbero nel misurare i rischi collegati ai fattori ESG, a causa delle limitate conoscenze scientifiche e tecnologiche a disposizione dell'essere umano, come rilevato da S. ROSSI, *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, in *Rivista ODC*, 2020, 117 ss.

2. LA DIVERSITÀ DEI MODELLI DI *BUSINESS* ADOTTATI DAI GESTORI DI PARTECIPAZIONI PER CONTO ALTRUI E LA SUA EMERSIONE A LIVELLO NORMATIVO

Prima di proseguire nell'analisi, si rende opportuno effettuare una precisazione di carattere terminologico, al fine di delimitare meglio il perimetro dell'indagine. Costituisce una tendenza ormai in voga, persino presso lo stesso legislatore europeo, quella di ricondurre all'interno dell'ampia categoria degli "investitori istituzionali" operatori professionali dotati di caratteristiche, sotto il profilo tipologico, profondamente diverse. Invero, all'interno della multiforme categoria degli investitori istituzionali è possibile rinvenire soggetti che differiscono tra loro con riguardo tanto ai modelli di *business* adottati quanto con riferimento alla disciplina ad essi applicabile²³. L'unico dato che li accomunerebbe sarebbe il "non poter essere incardinati nelle consuete categorie dei soci 'imprenditori (ossia società e/o famiglie) o 'risparmiatori' (detti pure 'cassettisti')"²⁴.

Una prima distinzione che deve essere effettuata è quella tra soci che partecipano alla società emittente per conto proprio, vale a dire per soddisfare un proprio interesse, e soci per conto altrui. Nella prima categoria rientrano tutti quei soggetti, come i fondi sovrani²⁵, le banche²⁶, i fondi pensionistici, le compagnie di assicurazione per i quali l'esercizio dei diritti sociali costituisce il libero esercizio di una *prerogativa*, cioè di una *facoltà* in senso giuridico, senza che sia possibile ravvisare, *a latere*, un rapporto di natura gestoria avente ad oggetto (il valore della) partecipazione sociale²⁷. Viceversa, i secondi si presentano all'interprete come soci "a discrezionalità vincolata", in quanto la loro partecipazione alla vicenda societaria risulta essere funzionalizzata, in virtù della sovrapposizione tra disciplina societaria e disciplina del mercato mobiliare, alla tutela dell'interesse dei clienti finali all'incremento del valore complessivo della quota sottoscritta²⁸. Ciò è dovuto alla circostanza che i gestori di attivi

²³ C. TEDESCHI, *La direttiva shareholders rights II e il nuovo ruolo degli investitori istituzionali nelle società per azioni quotate: dall'attivismo all'engagement nella prospettiva di efficienza e di continuità dell'impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, 560.

²⁴ Così, C. PRESCIANI, *La trasparenza degli azionisti istituzionali di società quotate*, Torino, 2020, 4.

²⁵ C. PRESCIANI-E. GINEVRA, *Sovereign Wealth Fund Transparency and the European Rules on Institutional Investors Disclosure*, in *Giur. Comm.* 2019, I, 1000.

²⁶ M. PERASSI, *Il ruolo delle banche come investitori istituzionali nella struttura partecipativa della società aperta*, 1998, I, 429 ss.

²⁷ Cfr. A. SANTONI, *Partecipazione per conto altrui*, cit., 53.

²⁸ È possibile, pertanto, cogliere la reale essenza della partecipazione dei fondi comuni di investimento alla società per azioni solo se si intende la partecipazione sociale come manifestazione, sotto veste giuridica e in termini di valore, del fenomeno economico dell'investimento. Al momento dell'investimento, infatti, il valore oggetto del conferimento subisce una metamorfosi della propria forma giuridica: da quella rivestita in precedenza, ad esempio proprietà o godimento, a quella di partecipazione sociale, nella sua duplice struttura; al momento del disinvestimento, invece, si verificherebbe il procedimento inverso: G. FERRI JR, *Investimento e conferimento*, Milano, 2001, 345 s. Cfr. M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Milano, 2010, p. 87, secondo cui la funzione normativa della partecipazione sociale sarebbe proprio quella di disciplinare l'attività di gestione di un interesse del socio "alla redditività e al valore dell'investimento effettuato".

esercitano professionalmente un'attività soggetta ad apposita riserva di legge e governata in larga parte da norme imperative (art. 37-*decies* TUF)²⁹. Tale attività si sostanzia nella gestione in monte, secondo i dettami della tecnica di portafoglio e sulla base di un programma di investimento predeterminato, dei rischi assunti con l'acquisto delle partecipazioni azionarie, con il fine ultimo di generare un "rendimento aggregato" a favore dei partecipanti ai singoli fondi comuni di investimento³⁰. È pertanto la stessa natura del servizio di gestione collettiva del risparmio ad imporre a tale particolare categoria di soci, in primo luogo, di *monitorare attivamente* tutte quelle vicende societarie che possono incidere sul valore delle partecipazioni azionarie gestite in monte e, in secondo luogo, di dialogare con gli amministratori o di intervenire in *assemblea* al fine di mitigare i rischi non altrimenti diversificabili³¹.

Ne discende che, mentre gli altri soci, seppur dotati di speciali conoscenze e competenze, sono liberi di decidere se esercitare o meno i poteri afferenti alla partecipazione azionaria, e *in primis* i diritti di intervento e di voto in assemblea, trovando come unico limite (di carattere negativo) quello della disciplina sul conflitto di interessi (art. 2373 c.c.), i gestori di attivi sono obbligati a rendersi parte attiva nel rapporto sociale laddove ciò sia richiesto dal migliore perseguimento dell'interesse dei clienti finali³². Dal che sorge l'interrogativo circa i rapporti tra disciplina del mercato mobiliare e diritto societario, data la possibile sussistenza di una sistematica incompatibilità tra interesse dei partecipanti al fondo e interesse dei soci alla valorizzazione della singola impresa, in occasione delle singole proposte di deliberazione assembleare³³.

Una seconda operazione di *finium regundorum* – questa volta, all'interno della stessa categoria dei gestori di attivi – fa invece ricorso al duplice e concorrente criterio della strategia di investimento adottata e del grado di diversificazione del rischio. La distinzione in parola si rende opportuna ai fini del presente lavoro non tanto per la generica esigenza di delineare un

²⁹ Tant'è che è soggetto ad autonoma autorizzazione: P. SPOLAORE, *La gestione collettiva del risparmio*, in *Il Testo Unico Finanziario*, cit., 578 ss.

³⁰ Caratteristiche che contribuirebbero ad assegnare un'eminente connotazione finanziaria all'attività svolta dal gestore. G. SANDRELLI, *Raccolta di capitali e attività d'investimento. Note sulla nozione di "organismo di investimento collettivo del risparmio" a seguito dell'attuazione della direttiva sui fondi alternativi*, in *Riv. soc.*, 2015, 418.

³¹ È bene sottolineare come la traslazione del rischio dal singolo emittente al mercato complessivamente considerato possa condurre a una vera e propria crisi degli istituti "classici" del diritto azionario, come quello del diritto di recesso. Da un lato, la società si troverebbe a sostenere i costi connessi all'esercizio del recesso da parte del socio già protetto dal rischio asistemico grazie all'utilizzo della tecnica della diversificazione. Dall'altro, si assisterebbe al paradosso per cui l'uscita dalla singola società potrebbe implicare per il gestore, laddove il portafoglio del fondo comune replichi l'intero mercato azionario, il dovere di riacquistare le azioni appena dismesse: M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività d'impresa*, cit., 196 s., nt. 27.

³² F. BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, in *Riv. soc.*, 2013, 2014.

³³ A. SANTONI, *Il fondo comune azionista tra conflitto di interessi e divieto di disaggregazione*, in *Riv. soc.*, 2020, 1615 ss. F. MANCUSO, *I fondi comuni e la gestione delle partecipazioni azionarie*, Torino, 2023, 131 ss.; R. SACCHI, *La capacità propulsiva della s.p.a. quotata è andata esaurendosi?*, cit., 586.

quadro che dia conto, dal punto di vista empirico, delle diverse caratteristiche tipologiche dei soci per conto terzi e della differente propensione all'attivismo di ciascuno di loro, quanto perché gli stessi sono sottoposti, sotto il profilo della normativa primaria e secondaria applicabile, a complessi disciplinari distinti che ne condizionano l'operatività³⁴. Peraltro, occorre fin da subito precisare che, se la *summa divisio* tra *fondi passivi* e *fondi attivi* trova perfetta corrispondenza a livello normativo nella legislazione statunitense, non altrettanto può dirsi con riguardo al sistema europeo, ove taluni fondi caratterizzati dal forte ricorso alla diversificazione e offerti alla clientela *retail* rientrano nell'ambito di applicazione della Direttiva AIFM piuttosto che in quello della Direttiva UCITS³⁵.

In relazione al profilo del grado di diversificazione del rischio e di coinvolgimento nella *governance* delle società partecipate, si suole trattare separatamente i c.d. *fondi passivi* dai fondi che adottano forme più o meno marcate di *attivismo* nella selezione dei titoli azionari e/o nell'*engagement* nei confronti delle società partecipate (fondi comuni gestiti attivamente, *hedge funds* etc.). Tra i primi, quelli che adottano una strategia di investimento passiva (c.d. gestori del risparmio tradizionali), si suole includere i fondi che, portando alle estreme conseguenze la tecnica della diversificazione di portafoglio, replicano nella sua interezza un determinato indice di riferimento (c.d. *fondi indicizzati*, come gli ETF)³⁶. Essendo le loro decisioni di investimento e disinvestimento sostanzialmente vincolate all'andamento dell'indice azionario assunto come *benchmark*³⁷, i gestori dei fondi indicizzati fanno della riduzione dei costi di gestione lo strumento principale per prevalere nella lotta concorrenziale con gli altri gestori. Per tale motivo, non esiste concordia di opinioni sull'effettiva propensione dei fondi passivi a interessarsi della *governance* e della gestione imprenditoriale delle società partecipate³⁸. Secondo taluni, infatti, i

³⁴ C. TEDESCHI, *La direttiva shareholders rights II e il nuovo ruolo degli investitori istituzionali*, cit., 561.

³⁵ Come è noto, la disciplina in materia di gestione collettiva del risparmio distingue tra i c.d. gestori di OIVM armonizzati – rientranti nel perimetro di applicazione della Direttiva UCITS: 2009/65/UE) – e i c.d. gestori di fondi di investimento alternativi soggetti alla Direttiva AIFM: 2011/61/UE e accomunati dalla mera circostanza di gestire fondi diversi da quelli armonizzanti: C. PRESCIANI, *La trasparenza degli azionisti istituzionali*, cit., 244; F. MANCUSO, *I fondi comuni e la gestione delle partecipazioni azionarie*, cit., 30.

³⁶ Come è forse anche troppo noto, il mercato statunitense ed europeo del risparmio gestito sono dominati da tre grandi *asset managers* (Blackrock, Vanguard e State Street Global Advisors) che detengono partecipazioni in praticamente tutte le società a medio-alta capitalizzazione incluse nei più famosi indici azionari (FTSE MIB, S&P 500, Dow Jones etc.) Si stima che nei prossimi anni le c.d. *Big Three*, cioè Blackrock, Vanguard e State Street, arriveranno a possedere almeno il 40% dei voti disponibili nell'indice S&P 500: L. BEBCHUCK-S. HIRST, *The Specter of the Giant Three*, in *Boston University Law Review*, 2019, 721 ss.

³⁷ Tale loro caratteristica ha portato parte della dottrina a definirli quali *permanent shareholders* in quanto sarebbero "prigionieri" del loro investimento: J.E. FISCH-A. HAMDANI-S.D. SALOMON, *The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors*, in *U. Penn L. Rev.*, 2019, 7.; e G. STRAMPELLI, *Are Passive Index Funds Active Owners? Corporate Governance Consequences of Passive Investing*, in *San Diego Law Review*, 2018, p. 13.

³⁸ Invero, giacché si tratta di un investimento avente natura sistemica, sarebbe ravvisabile la totale assenza di un interesse riferibile alla singola partecipazione azionaria che si riduce a una frazione del complessivo rapporto di rischio-rendimento: A. SANTONI, *Partecipazione per conto altrui*, cit., 62; cfr. D. GREENWOOD, *Fictional Shareholder: For Whom are*

gestori di fondi passivi avrebbero scarsi incentivi a interessarsi dell'andamento delle società partecipate, tenuto conto degli elevati costi di monitoraggio che un'analisi *company specific* – da attuarsi su migliaia di società appartenenti a diversi ordinamenti – richiederebbe³⁹. Del resto, non si deve ignorare come i benefici ricollegabili al successo di una determinata iniziativa di *engagement*, consistenti nell'incremento di valore della partecipazione azionaria detenuta, avrebbero un impatto davvero modesto sulla *performance* globale del fondo, tenuto conto della loro scarsa rilevanza in termini relativi (cioè, rispetto al più ampio insieme degli investimenti azionari presenti in portafoglio)⁴⁰. Sempre secondo tale orientamento, l'adozione di politiche di *engagement* diverrebbe conveniente per i gestori di fondi indicizzati soltanto in quei casi in cui l'intervento sulla società partecipata si traduca in rilevanti economie di scala, come ad esempio accade quando lo *stewardship team* del gestore si limiti a identificare *best practice* di *corporate governance* da applicarsi trasversalmente a tutte o comunque a un gran numero delle società detenute in portafoglio⁴¹.

Secondo altri, il ragionamento indicato non sarebbe del tutto condivisibile. Invero, il fatto che per gli *index funds* non sia possibile alienare le azioni di quelle società che presentano problemi di *governance* o di gestione, come invece è consentito a fare ai concorrenti che operano

Corporate Managers Trustees, in *South California Law Review*, 1996, 1062, ove è possibile leggere “for portfolio shareholders, companies appear as nothing more than risk-reward ratios. Conversely, from the perspective of the company, portfolio shareholders quickly collapse into an anonymous market, in which those portfolios that own the company’s stock are no different from those that not”.

³⁹ E.B. ROCK, *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, in *Georgetown Law Journal*, 1991, 453; J.E. FISCH-A. HAMDANI-S.D. SALOMON, *The New Titans of Wall Street*, cit., 7; G. STRAMPELLI, *Are Passive Index Funds Active Owners? Corporate Governance Consequences of Passive Investing*, in *San Diego Law Review*, 2018, 13. J.C. COFFEE JR., *Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*, in *Columbia Law Review*, 1991, 1290 ss.

⁴⁰ C. PRESCIANI, *La trasparenza degli azionisti istituzionali di società quotate*, cit., 257 ss. E. SABINO, *Il ruolo degli investitori istituzionali passivi nella governance delle società*, in *Imprese, mercati e sostenibilità: nuove sfide per il diritto commerciale*, Relazione presentata al Convegno di Orizzonti del Diritto commerciale, 26-27 maggio 2023, Roma, 9. Occorre poi rilevare che a tali criticità strettamente legate al *modus operandi* dei fondi passivi se ne aggiungerebbero altre, e segnatamente: a) problemi di *free riding* che derivano dall'impossibilità per il fondo passivo di escludere i fondi concorrenti che non hanno condiviso i costi di monitoraggio dalla fruizione dei risultati positivi generati dall'attività di *engagement*, e apprezzabili in termini di incremento della redditività di impresa o di miglioramento della governance (v. S.M. BAINBRIDGE, *Shareholder Activism and Institutional Investors*, reperibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=796227); c) i rilevanti conflitti di interesse che possono sorgere non solo tra gestore, gruppo di appartenenza e management della società partecipata, ma anche tra le singole società i cui titoli siano ricompresi nel patrimonio del medesimo fondo (v. R. SACCHI, *La capacità propulsiva della s.p.a. quotata è andata esaurendosi?*, cit., 586 ss.)

⁴¹ G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship*, cit., 9; ID, *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate e index guidelines*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 1100 ss., il quale osserva come “l'adozione delle guidelines risulta uno strumento particolarmente efficace a tal fine in quanto consente (con il sostenimento di costi limitati) di influenzare la condotta delle società partecipate, limitando iniziative *company-specific* ai casi in cui ricorrono particolari criticità (legate ad una determinata operazione o alle peculiarità della singola società) che non possono essere oggetto di linee guida indirizzate alla generalità delle società in portafoglio. L'utilizzo in tale prospettiva delle *guidelines* contribuisce altresì a spiegare il progressivo ampliamento dell'oggetto delle medesime, le quali, pur rimanendo prevalentemente focalizzate sui profili di *corporate governance*, attribuiscono crescente rilievo anche alle tematiche ambientali e sociali, considerati fattori di crescente importanza nell'ottica della gestione e del contenimento dei rischi sistematici di portafoglio.”

sul medesimo mercato, determina semmai un forte incentivo a far uso dei diritti di *voice*. È solo attraverso l'*engagement* con il consiglio di amministrazione delle società partecipate che sarebbe possibile per il fondo addivenire ad un sostanziale miglioramento del proprio rendimento aggregato di portafoglio⁴². Alcuni gestori, come Blackrock e Vanguard, sarebbero poi, come è stato detto, utilizzando un'efficace espressione, *too big to be passive*: infatti, quantomeno sul piano politico, sarebbe inaccettabile un loro disinteresse per le società partecipate, tanto più se tale atteggiamento si dovesse tradurre nella sistematica astensione dall'esercizio dei diritti amministrativi annessi alla partecipazione azionaria⁴³.

Diametralmente opposta è la logica sottesa all'attività degli *hedge funds*. L'*engagement* rappresenta invero un aspetto qualificante della loro strategia di investimento. Essi, infatti, a valle di una costosa e complessa analisi *company specific*, acquistano partecipazioni azionarie in quelle società che ritengono sottovalutate con lo specifico scopo di programmare e attuare cambiamenti radicali nella *governance* o nella gestione imprenditoriale⁴⁴. In sostanza, l'*attivismo* dei fondi speculativi si risolve in un apporto di "*entrepreneurial know how*" a favore della società bersaglio dell'iniziativa di acquisizione⁴⁵. Pertanto, mentre per i fondi diversificati la partecipazione in società assume l'esclusivo significato di investimento di natura finanziaria, con contestuale valorizzazione dei diritti di natura patrimoniale, per gli *hedge funds* l'ottenimento del lucro finale è mediato dal coinvolgimento attivo nella gestione della società partecipata⁴⁶.

Quindi, oltre a un costante monitoraggio sulla gestione, essi si distinguono per l'attitudine, intrinseca al modello di *business* adottato, a esercitare pressioni e sul socio di controllo e sugli amministratori delle società *target*⁴⁷. Tuttavia, se è vero che l'influenza

⁴² A. BEBCHUCK-S. HIRST, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, in *Columbia Law Review*, 2019, 15 ss.; J.E. FISCH, A. HAMDANI, S.D. SALOMON, *Passive Investors*, ECGI Law Working paper 414/2018, p. 14, reperibile su https://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/finalfischhamdanisolomon1.pdf; M. STELLA RICHTER JR, *Intervento e voto con strumenti finanziari di pertinenza di fondi comuni di investimento*, in *L'attuazione della MIFID in Italia*, a cura D'Apice, Bologna, Il Mulino, 2010, 448 ss.

⁴³ L. ENRIQUES-A. ROMANO, *Institutional Investor Voting Behavior: A Network Theory Perspective*, in *University of Illinois Law Review*, 2019, 223, spec. 235; in Italia v. S. CARBONARA-S. GILOTTA, *La politica di impegno degli investitori istituzionali*, in *Il recepimento in Italia della Shareholder Rights II*, Padova, 2021, 260 s.

⁴⁴ M. EREDE-G. SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2013, 941 ss.; W.G. RINGE, *Shareholder Activism. A Renaissance*, in *Oxford Handbook on Corporate Law and Governance*, cit., 402 ss.

⁴⁵ E. BARCELLONA, *La "gestione collettiva del risparmio" a seguito della direttiva GEFIA*. Investment Companies, Family Offices, Club Deals, SPAC, Holding Companies, Milano, 2018, 111.

⁴⁶ Invero, l'interessamento alla gestione è pur sempre un *mezzo* rispetto al *fine ultimo* della cessione della partecipazione azionaria al fine di conseguire un lucro: A. SANTONI, *op. cit.*, 20.

⁴⁷ Cfr. M. COSSU, *L'attivismo degli investitori non istituzionali in Italia*, in *BBTC*, 2017, 398 e ss., secondo cui "alcuni investitori, specie *hedge funds* e *venture capitalist*, che acquistano partecipazioni in società nelle quali sperano di assumere un ruolo attivo, manifestano comportamenti attivi, e anzi spesso pre-contrattualizzano il proprio comportamento (attivo) al fine di evitare una conflittualità endosocietaria troppo elevata, e negoziano con l'azionista di controllo apposite clausole di contenimento, sorta di *negative covenants* che implicano l'impegno a non promuovere modifiche statutarie ritenute

esercitata sul *management* – favorita, tra le altre cose, dall’assenza di vincoli sotto il profilo della diversificazione dei rischi – può certamente indurre il consiglio di amministrazione a un cambiamento di rotta nella politica imprenditoriale perseguita, è altrettanto vero che la prospettiva di breve periodo tipicamente adottata dai fondi attivisti può portare all’adozione di comportamenti “disinvolti”, tra i quali rientrano il massiccio ricorso all’indebitamento, il taglio delle spese in R&D⁴⁸ e il c.d. *asset stripping*⁴⁹.

3. LA DISCIPLINA EUROPEA SULLA TRASPARENZA DELLE POLITICHE DI *ENGAGEMENT* NEL QUADRO DEI RAPPORTI TRA GESTORI DI ATTIVI E CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DELLE SOCIETÀ PARTECIPATE

Come anticipato *supra* (par. 1), anche sotto l’influenza del codice di *stewardship* britannico⁵⁰, il Parlamento europeo e il Consiglio hanno proceduto all’approvazione della Direttiva 828/2017 (c.d. *Shareholder Rights Directive II*), recepita nel nostro ordinamento dal d.lgs. 49/2019 che ha introdotto nel Testo Unico della Finanza gli art. 124-*quater* ss.⁵¹ Ai sensi dell’art. 124-*quinquies* TUF, rubricato “Politica di Impegno”, gli investitori istituzionali⁵², dopo

lesive del valore della partecipazione”; *ex multis* v. M. KAHAN-E. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in *Corporate Governance Law Review*, 2007, 134.

⁴⁸ A. PACCES, *Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive*, in *ECGI Law Working Paper N° 357/2017*, 2017, 15, disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2953992.

⁴⁹ V. CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, cit., 877; A. SANTONI, *Il fondo comune azionista tra conflitto d’interessi e divieto di disagggregazione*, in *Riv. soc.*, 2020, 1615 ss.

⁵⁰ Cfr. C. PRESCIANI, *La trasparenza degli azionisti istituzionali*, cit., 39 ss. che, un po’ sorprendentemente si riferisce al codice di *stewardship* italiano. Invero, come è già stato detto, tutti i codici di autodisciplina adottati sul suolo europeo costituiscono il risultato di una vera e propria operazione di *legal transplant* dell’autodisciplina britannica in materia di trasparenza dell’*engagement* degli azionisti istituzionali.

⁵¹ È opportuno precisare che il tema dell’incentivazione degli investimenti a medio-lungo termine nelle società quotate è nato con l’affermarsi dei fondi attivisti e si è acuito con la crisi finanziaria iniziata nel 2007. Tale incentivazione, fortemente voluta dal legislatore europeo (così come dai legislatori di tutti i principali paesi ad economia avanzata) quale reazione al fenomeno dello short-termism e ai comportamenti speculativi tenuti dai managers. Fenomeno che ha fatto sorgere a livello internazionale il convincimento circa la necessità di valorizzare strategie a lungo termine degli investitori istituzionali e di favorire forme di rapporto maggiormente diretto e attivo tra investitori istituzionali e *management* delle società partecipate. Cfr. infatti il Considerando n. 15 della Direttiva *SHRD II*, ove si legge che “Gli investitori istituzionali e i gestori di attivi sono spesso azionisti importanti delle società quotate dell’Unione e di conseguenza possono svolgere un ruolo di rilievo nel governo societario di queste ultime, ma anche, più in generale, per quanto riguarda la loro strategia e i loro risultati a lungo termine. Tuttavia, l’esperienza degli ultimi anni ha dimostrato che spesso gli investitori istituzionali e i gestori di attivi non si impegnano nelle società di cui detengono le azioni e che i mercati dei capitali esercitano sovente pressioni sulle società per ottenere risultati a breve termine, il che può mettere a repentaglio i risultati finanziari e non finanziari a lungo termine delle società e può condurre, tra le varie conseguenze negative, a un livello non ottimale di investimenti, per esempio nel settore della ricerca e sviluppo, a scapito dei risultati a lungo termine sia per le società che per gli investitori”.

⁵² Ai fini delle regole di trasparenza in discorso, deve intendersi: i) per “gestori di attivi” le Sgr, le Sicav e le Sicaf che gestiscono direttamente i propri patrimoni, e i soggetti autorizzati in Italia a prestare il servizio di gestione di portafogli [art. 124-*quater*, comma 1, lett. a), t.u.f.]; ii) per “investitori istituzionali” le imprese di assicurazione o di riassicurazione (incluse le sedi secondarie in Italia di imprese aventi sede legale in uno Stato terzo) autorizzate ad esercitare la loro attività nei rami vita ai sensi dell’art. 2, commi 1 e 2, d.lgs. n. 252/2005, nonché i fondi pensione che siano iscritti (all’albo tenuto

essersi dotati di idonee procedure organizzative interne⁵³, devono adottare e comunicare al pubblico una politica di impegno che dichiarare *ex ante*, quantomeno in via generale e astratta, le modalità attraverso cui essi intendono: a) acquisire informazioni dalle società partecipate; b) dialogare con i relativi organi amministrativi e di controllo e, qualora ciò si riveli necessario, con i pertinenti portatori di interesse (*stakeholders*); c) esercitare i diritti di voto e gli altri diritti amministrativi derivanti dalla qualità di azionista; d) coordinarsi con gli altri soci al fine di ottenere l'approvazione di determinate delibere assembleari; e) gestire eventuali conflitti di interesse relativi alla partecipazione azionaria, in particolare qualora gli investitori istituzionali, i gestori di attivi o altre società ad essi collegate abbiano rapporti commerciali significativi con la società partecipata⁵⁴. Alla dichiarazione degli intenti programmatici, fa seguito l'attività di *reporting* periodico del comportamento di voto tenuto dai gestori di attivi, in nome e per conto dei propri clienti finali, nelle assemblee delle società partecipate, con una spiegazione dei voti più significativi espressi e l'indicazione circa l'eventuale ricorso a *proxy advisors*.

Il tutto deve avvenire (perlomeno) con riguardo alle macroaree individuate dal legislatore, vale a dire “la strategia, i risultati finanziari e non finanziari, nonché i rischi, la struttura del capitale, l'impatto sociale e ambientale e il governo societario”, fatta salva la possibilità per i gestori di attivi di spiegare le ragioni alla base della disapplicazione di una o più dei segmenti di disciplina relativi alla trasparenza della politica di impegno (c.d. *comply or explain*). È chiaro quindi che il legislatore intende gli strumenti di *engagement* come un *continuum* che parte dal monitoraggio e, per passaggi successivi dotati di un'incidenza sempre maggiore sulla reputazione dell'emittente (dialoghi soci/amministratori, pubblicazione di una dichiarazione sulla stampa, inizio di una campagna attivista, sollecitazione e raccolta delle deleghe di voto), culmina nell'esercizio (anche congiunto) del diritto di voto e degli altri poteri a rilevanza organizzativa (ad esempio, il potere di richiedere l'integrazione dell'ordine del giorno di un'assemblea già convocata: 126-bis TUF)⁵⁵.

dalla COVIP), che vantino almeno cento aderenti e che rientrino nelle tipologie previste dagli artt. 4, comma 1, 12 e 20 (in quest'ultimo caso, purché dotati di soggettività giuridica) d.lgs. n. 252/2005 [art. 124-quater, comma 1, lett. b), t.u.f.]; iii) per “consulenti in materia di voto” i soggetti che analizzano, a titolo professionale e commerciale, le informazioni diffuse dalle società e, se del caso, altre informazioni riguardanti società europee con azioni quotate nei mercati regolamentati europei “nell'ottica di informare gli investitori in relazione alle decisioni di voto fornendo ricerche, consigli o raccomandazioni di voto connessi all'esercizio dei diritti di voto” [art. 124-quater, comma 1, lett. c) v. Balp, *I consulenti di voto*, cit., a 204 ss.

⁵³ Il punto è condivisibilmente sottolineato da G. BALP, *Commento all'art. 124-quinquies*, in *Commentario breve al T.U.F.*, a cura di Calandra Buonauro, Padova, 2020, 960.

⁵⁴ 61 Cfr. P. MONTALENTI, *Il socio di società quotata*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I, 227 ss., a 236 s.; M. CAMPOBASSO, *La tutela delle minoranze nelle società quotate: dall'eterotutela alla società per azioni “orizzontale”*, in *BBTC*, 2015, I, 139 ss.; con più generale riguardo al framework europeo, v. C. VAN DER ELST, *Shareholder engagement duties: the European move beyond stewardship*, in *Enforcing Shareholders' Duties*, edited by Birkmose-Sergakis, Northampton, 2019, 60 ss.

⁵⁵ S. CARBONARA-S. GILOTTA, *La politica di impegno*, cit., 239.

Molto si è dibattuto in dottrina sulla *ratio* alla base dell'imposizione di un obbligo di trasparenza delle politiche di impegno in capo ai soci per conto altrui. Secondo una prima teoria, la *disclosure* avente ad oggetto il controllo nei confronti dell'uso discrezionale del potere da parte degli amministratori delle società partecipate sarebbe strumentale alla tutela dei clienti finali del gestore e, in ultima analisi, alla creazione di un vero e proprio *mercato della stewardship*. L'idea alla base dell'adozione della direttiva sarebbe dunque quella di rendere possibile la creazione di un contesto concorrenziale nel quale i gestori di attivi vengono premiati dai risparmiatori finali non soltanto in base alla loro capacità di generare rendimenti di natura finanziaria, ma anche in considerazione della *qualità* del loro impegno nelle società partecipate e del livello di attenzione a temi ESG⁵⁶.

Tale interpretazione, nella misura in cui esaurisce la rilevanza della normativa in esame nell'area della tutela del corretto funzionamento del mercato mobiliare, presta il fianco ad alcune critiche. Come è stato condivisibilmente sottolineato, è lecito dubitare dell'effettiva capacità dei clienti finali di censurare il *deficit* di attivismo dei gestori a cui hanno affidato le proprie risorse, posto che questi raramente possiedono le capacità e le conoscenze necessarie a valutare criticamente le scelte degli intermediari in punto di *governance* e coinvolgimento nella gestione imprenditoriale. A tale considerazione si aggiunge quella, per la verità assorbente, secondo cui, se davvero il legislatore europeo avesse voluto porre i clienti finali nelle condizioni di giudicare la condotta dell'intermediario all'interno dell'organizzazione sociale, avrebbe obbligato quest'ultimo a rendere conto non soltanto dei voti effettivamente esercitati in assemblea (peraltro con la possibilità di omettere quelli meno rilevanti), ma anche delle occasioni di mancato adempimento alla propria funzione di *stewardship*. Né vale obiettare che alcuni tra i clienti dei gestori rientrano nella categoria degli investitori istituzionali o professionali – fondi pensione⁵⁷ e clienti qualificati sottoscrittori di quote di fondi alternativi riservati –, e come tali sarebbero dotati di conoscenze e competenze sufficienti a valutare l'abilità del gestore di incrementare il valore complessivo del portafoglio di investimento attraverso la partecipazione alla *governance* degli emittenti partecipati. Tale argomentazione, infatti, non varrebbe comunque a sopperire, oltre alla già richiamata assenza di un sistema di rendicontazione incentrato sui casi di mancato esercizio delle prerogative partecipative, alla difficoltà di individuare adeguati strumenti di reazione *ex post*⁵⁸. Invero, stante il carattere generale e astratto delle dichiarazioni contenute

⁵⁶ F. DENOZZA, *La direttiva shareholders' rights II e il ruolo degli investitori istituzionali*, in *La nuova società quotata: tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*, cit., 104 ss.; D. KATELOUZOU, *The Market for Stewardship and the Role of the Government*, in *Global Shareholder Stewardship*, cit., 67 ss.

⁵⁷ Cfr. R. RUGGIERO, *I fondi pensione alla prova della SHRD II*, in *Il recepimento in Italia della shareholder rights II*, cit., 319 ss.

⁵⁸ C. PRESCIANI, *La trasparenza degli azionisti di società quotate*, cit., 49 ss.

nelle politiche di impegno, non è chiaro quali sarebbero i rimedi attivabili dal cliente finale laddove il gestore ometta di attuare le politiche di impegno dichiarate⁵⁹.

Parimenti, non si ritiene di condividere in pieno quell'orientamento che, ponendosi sempre dal punto di vista del mercato, e segnatamente del corretto funzionamento del mercato del controllo societario, assegna al sistema di pubblicità delle politiche di impegno la funzione di tutelare non soltanto la clientela finale del gestore di attivi, ma più in generale "ogni potenziale interessato" che si trovi nella situazione di dover valutare l'effettiva contendibilità dell'emittente⁶⁰. In sostanza, e sempre secondo tale teoria, laddove si adottasse una lettura unitaria del sistema di trasparenza sugli assetti proprietari di cui agli art. 120 ss. TUF, ci si accorgerebbe dello stretto legame esistente tra il regime pubblicitario delle politiche di impegno e quello dedicato alle partecipazioni rilevanti (art. 120 TUF) e ai patti parasociali (art. 122 TUF). Entrambi, infatti, convergono nella medesima direzione: fornire al potenziale offerente, intenzionato a raggiungere il controllo dell'emittente, un quadro completo circa l'effettiva articolazione dei centri di potere all'interno della *governance* societaria. Il che a sua volta consentirebbe di valutare sia la contendibilità dell'emittente in quanto tale, sia la capacità della coalizione di controllo di imporre il proprio *bouquet* di obiettivi strategici alla restante parte dell'azionariato, *in primis* tramite l'approvazione delle delibere assembleari⁶¹.

Orbene, ci sembra possibile sostenere che, lungi dall'esaurire la propria rilevanza nella dimensione esterna del mercato mobiliare, la disciplina sulla trasparenza delle politiche di *engagement* degli azionisti istituzionali possieda l'intrinseca idoneità a proiettare la propria operatività sul piano corporativo. E ciò non solo e non tanto nel senso che conoscere le intenzioni programmatiche dei gestori di attivi potrebbe favorire l'attuazione di forme più o meno intense di collaborazione tra azionisti⁶² o comunque fare sorgere negli altri soci un legittimo

⁵⁹ A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori istituzionali*, cit., 1793 c.c.; è difficile, infatti, immaginare una responsabilità di natura risarcitoria del gestore da "mancata attuazione" della politica di impegno. E ciò, sia perché sarebbe difficile dimostrare il nesso di causalità tra danno al valore della quota e omesso *engagement*, sia perché l'esistenza di un apparato sanzionatorio di natura amministrativa sembrerebbe escludere il ricorso a mezzi di tutela di natura civilistica: cfr. A. SANTONI, *Partecipazione per conto altrui*, cit., 120 ss.

⁶⁰ L. DELLA TOMMASINA, *L'attività di reporting negli emittenti quotati: governo societario e politiche non finanziarie*, in *Trattato delle società*, diretto da V. Donativi, t. IV, 165, "Il modello è chiaro. Conoscere il tipo di *engagement* che investitori istituzionali e gestori di attivi assumono in una determina società quotata – anche mediante la cooperazione di *proxy advisors* – consente ad ogni potenziale interessato di orientarsi nelle proprie scelte di investimento: non solo all'*investitore qualunque*, che affida il proprio risparmio a intermediari vigilati e che allora può selezionare l'affidatario in base alla politica di impegno che contraddistingue la sua offerta di servizi sul mercato, ma anche all'aspirante *bidder*, che grazie alle informazioni pubblicate potrà valutare la "qualità" delle minoranze che formano la compagine sociale, le loro relazioni – conflittuali o collaborative – con il *management*, i punti programmatici del loro impegno e, nell'ambito di questi, la rilevanza del *long-termism* e di istanze in senso lato non finanziarie".

⁶¹ L. DELLA TOMMASINA, *op. cit.*, 169.

⁶² G. GUIZZI, *Gli investitori istituzionali tra esigenze di coordinamento e problema del concerto*, in *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, a cura di M. Maugeri, Milano, 2015, 209 ss.

affidamento⁶³ quanto in quello che la pubblicazione della politica di impegno sarebbe capace di orientare e condizionare l'azione degli amministratori dell'emittente.

Per comprendere tale punto, occorre considerare che, a differenza delle classiche misure sulla trasparenza degli assetti proprietari delle società quotate, legate al peso quantitativo del possesso azionario, le previsioni contenute nella SHRD II trovano applicazione in considerazione delle caratteristiche soggettive dei loro destinatari⁶⁴. Invero, il fatto che tali soci siano animati da una logica meramente finanziaria e siano connotati da una propensione all'attivismo che può variare in misura rilevante, tra un fondo comune e l'altro, rende difficilmente pronosticabile il loro atteggiamento di fronte a determinate operazioni gestorie o proposte di deliberazione assembleare avanzate dagli amministratori. Diverso è invece il discorso per i soci di controllo "industriali" che, essendo animati da una politica imprenditoriale predeterminata, ed essendo spesso soci "permanenti" di un unico emittente, adottano comportamenti nei confronti degli amministratori dotati di un maggiore tasso di prevedibilità⁶⁵. Diviene quindi chiaro il motivo per cui, mentre per identificare i casi di obbligatoria consultazione di questi ultimi è sufficiente conoscere la loro identità e la misura della relativa partecipazione in società – cioè, la misura di potere esercitabile all'interno dell'organizzazione corporativa – nel caso degli investitori istituzionali si rende viceversa necessaria una dichiarazione unilaterale delle loro *preferenze*; preferenze che, in base a una lettura anche soltanto superficiale del dettato normativo, ricomprendono tanto gli *strumenti* di *monitoraggio* e di *intervento* nei confronti dell'emittente (dialoghi soc/amministratori, voto in assemblea, pubblicazione di una dichiarazione sulla stampa quotidiana, iniziative di coordinamento con altri soci) quanto *le aree tematiche* in relazione alle quali i gestori di attivi si aspettano di essere consultati dagli amministratori (strategie, operazioni straordinarie, sostenibilità), prima di dare avvio a qualsiasi iniziativa⁶⁶. La lettura che tende a riconoscere alle politiche di impegno un qualche ruolo nella determinazione delle regole che governano le interazioni extrassembleari (ma non solo) con gli amministratori sembra trovare conferma nel Codice di Corporate Governance, laddove raccomanda all'amministratore delegato e al presidente del consiglio di amministrazione di tenere conto delle politiche di *engagement* adottate dagli investitori

⁶³ Sulla base dell'operatività del principio di correttezza nei rapporti tra soci: C. TEDESCHI, "Potere di orientamento", cit., 254 ss.

⁶⁴ Trattasi, appunto di un criterio di individuazione dell'ambito di applicazione della disciplina di tipo qualitativo e non quantitativo: F. RIGANTI, *La nuova direttiva sui diritti degli azionisti: alcune riflessioni introduttive*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2018, 778.

⁶⁵ C. PRESCIANI, *La trasparenza degli azionisti istituzionali*, cit., 272.

⁶⁶ C. PRESCIANI, *op. cit.*, 274 s.

istituzionali ai fini della predisposizione della politica del dialogo con la generalità degli azionisti (Raccomandazione n. 3).

Peraltro, sembrerebbe essere ispirata alla medesima logica la speciale disciplina di trasparenza applicabile ai fondi di investimento alternativi – ma nella sostanza indirizzata agli *hedge funds*, cioè a fondi di investimento non diversificati – laddove, individualmente o congiuntamente con altri gestori, tramite uno o più fondi alternativi, acquisiscano una partecipazione di controllo in un emittente quotato (art. 46 TUF). Con l'introduzione in capo al gestore, a seguito dell'attuazione nel nostro ordinamento della Direttiva AIFM, dell'obbligo di comunicare, tra gli altri, alla società *target* una serie di dati attinenti alle modalità di esercizio del controllo, il legislatore ha evidentemente inteso stimolare l'esercizio da parte degli amministratori di una generale attività di sorveglianza sull'operato dell'*hedge fund*⁶⁷. Non a caso, è opinione generalmente condivisa quella secondo cui l'informazione in questione debba essere letta in stretta connessione con il c.d. divieto di *asset stripping*⁶⁸, i cui destinatari devono essere identificati non soltanto, come è ovvio, nei gestori di fondi alternativi che hanno acquisito il controllo, ma anche negli amministratori da essi nominati ai quali sarebbe preclusa l'istruzione, la proposta o l'attuazione delle operazioni disgregative indicate all'art. 30 AIFM (trapposto nell'ordinamento interno agli artt. 45, comma 5, lett. d), e 46, comma 4, lett. c, TUF)⁶⁹.

Con ciò, ovviamente, non si intende dire che quella sopra descritta sia l'unica *ratio* che ha spinto prima il legislatore comunitario, e poi quello nazionale, a imporre particolari obblighi di *disclosure* in capo a soci soggettivamente caratterizzati, ma soltanto che, laddove si intenda procedere alla ricostruzione dei doveri degli amministratori di società quotata, occorre assegnare specifica rilevanza, sotto il profilo sistematico e interpretativo, alle ragioni che giustificano tale trattamento normativo differenziato.

4. CONSULTAZIONE SELETTIVA, GESTIONE DELL'IMPRESA E PRINCIPIO DI PARITÀ DI TRATTAMENTO TRA GLI AZIONISTI

Arrivati a questo punto dell'indagine, è giunto il momento di interrogarsi sull'impatto che l'*engagement* può avere sul dovere degli amministratori di non operare discriminazioni (non giustificate) tra gli azionisti. Invero, l'ipotesi di un coinvolgimento selettivo di alcuni azionisti,

⁶⁷ C. PRESCIANI, *op. cit.*, 318. Colloca invece gli obblighi di trasparenza in parola nel più generale quadro delle informazioni richieste al socio offerente dalla disciplina sulle offerte pubbliche di acquisto A. SANTONI, *op. cit.*, 128.

⁶⁸ Per tutti v. M. CIAN, *I fondi di investimento alternativi: i modelli regolatori, il mercato, l'impresa partecipata*, in *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, Torino, 2019, 145 ss.

⁶⁹ Resta chiaramente irrisolto l'interrogativo sul titolo di responsabilità degli amministratori della società controllata dal fondo di investimento alternativo, giacché in presenza dell'esercizio di una attività di direzione e coordinamento si potrebbe ipotizzare l'applicabilità dell'art. 2497, 2° comma, c.c. che, tra le altre cose, sancisce la responsabilità concorrente di coloro che hanno comunque preso parte al fatto dannoso: F. MANCUSO, *I fondi comuni e la gestione delle partecipazioni azionarie*, cit., 186. In senso favorevole v. A. SANTONI, *op. cit.*, 223 ss.

tramite l'instaurazione di un canale di dialogo – in via sistematica o episodica poco importa – solleva non pochi dubbi di compatibilità con il principio della parità di trattamento, da intendersi nella sua accezione sostanziale (ossia quale divieto, rivolto agli organi della società, e quindi in primo luogo agli amministratori, di porre in essere discriminazioni tra soci che si trovino in identiche condizioni: c.d. *Gleichbehandlung*)⁷⁰. Sebbene il divieto di creare illegittime discriminazioni tra gli azionisti trovi formale riconoscimento soltanto nel diritto delle società quotate (art. 92 TUF) e in quello delle società cooperative (2615 c.c.) – in quest'ultimo caso, peraltro, limitatamente all'instaurazione dei rapporti mutualistici tra soci e società –, può pacificamente assegnarsi a tale regola, sulla scorta della dottrina largamente maggioritaria, la valenza di principio generale⁷¹.

Ciò precisato, è chiaro che il problema della legittimità di un eventuale trattamento discriminatorio si pone esclusivamente in relazione all'ipotesi di dialogo in senso stretto, cioè di trasmissione bilaterale o unilaterale di informazioni intervenuta con alcuni soltanto degli azionisti⁷². Viceversa, nessuna incompatibilità con i principi di vertice dell'ordinamento azionario potrebbe porsi laddove i contatti informativi tra amministratori e azionisti si esauriscano nella mera comunicazione di opinioni e pareri dai soci istituzionali al consiglio di amministrazione⁷³; anche se è opportuno precisare che si tratta di affermazione non sempre vera, giacché anche la mera consultazione degli azionisti istituzionali o di controllo da parte degli amministrazioni, al fine di raccoglierne ad esempio l'orientamento di voto, sembra presupporre da parte degli amministratori la previa trasmissione di informazioni aventi ad oggetto le coordinate generali delle operazioni programmate⁷⁴.

Con riguardo alla legittimità di tale forma di consultazione selettiva, giova richiamare quell'orientamento dottrinale secondo cui l'operatività della parità di trattamento – anche nella sua declinazione in termini di parità di accesso alle informazioni societarie – incontrerebbe importanti limitazioni ogniqualvolta sia ravvisabile un interesse della società o, comunque,

⁷⁰ Sulla distinzione tra parità dei diritti dei soci (*Gleichberechtigung*), che troverebbe riconoscimento all'art. 2348 c.c. e la cui sfera di operatività sarebbe limitata alla fase iniziale di determinazione del contenuto della partecipazione sociale, e parità di trattamento in senso stretto (*Gleichbehandlung*) v. C. ANGELICI, *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 2 ss.; F. D'ALESSANDRO, *La Seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. soc.*, 1987, 3 ss.; F. MUCCIARELLI, *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2004, 183;

⁷¹ Tra i molti, v. V. BUONOCORE, *Principio di uguaglianza e diritto commerciale*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 582 F. D'ALESSANDRO, *La Seconda direttiva*, cit., 2 ss.; G. OPPO, *Eguaglianza e contratto nelle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, I, 631 s. e 638; M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 92 T.U.F.*, in *La disciplina delle società quotate*, a cura di Marchetti e Bianchi, Tomo I, Milano, 1999, 10 s.

⁷² Si riferisce a tale ipotesi U. TOMBARI, *Considerazioni disorganiche in tema di dialogo tra emittenti e azionisti*, in *Riv. soc.*, 2021, 1372.

⁷³ S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo*, cit., 276.

⁷⁴ C. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, 62 ss.

dell'impresa tale da giustificare l'instaurazione di canali di comunicazione selettiva, riservati agli azionisti più rilevanti. Secondo tale impostazione, la distribuzione selettiva di informazioni tra gli azionisti sarebbe legittima a patto che sia diretta, in ultima analisi, all'incremento della ricchezza complessivamente generata dall'attività d'impresa⁷⁵. A tali condizioni, sarebbe possibile per la società e per i suoi organi riservare ad alcuni soci un trattamento privilegiato sotto il profilo informativo, senza dover temere di incorrere nella violazione della parità di trattamento tra azionisti.

Tuttavia, l'opinione richiamata è stata criticata da parte della dottrina. Con osservazione in parte condivisibile, è stato rilevato che, anche a voler ipotizzare l'automatica corrispondenza tra interesse della società e interesse degli azionisti istituzionali al controllo sulla gestione, residuerebbe comunque il problema di stabilire se l'emittente possa instaurare canali di comunicazione selettiva soltanto con alcuni investitori istituzionali e non con tutti, ovvero soltanto con questi nel loro complesso ma non con il socio di controllo. Un'altra opinione giunge addirittura a sostenere il contrasto *tout court* tra i dialoghi selettivi e la parità di trattamento di mercato, giacché tale principio assumerebbe nelle società quotate una portata tale da trascendere il mero interesse dei soci, trovando la disposizione di cui all'art. 92 TUF la propria *ratio* nella tutela del corretto funzionamento del mercato⁷⁶.

Sul punto conviene forse adottare una prospettiva diversa. Occorre, infatti, rilevare che la parità di trattamento tra azionisti non costituisce una vera e propria pretesa, azionabile da ciascun socio in quanto tale, ma piuttosto un limite esterno, un segmento di disciplina che orienta

⁷⁵ G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2008, 273; C. MOSCA, *Comunicazione selettiva*, cit., 79. Nel senso della possibilità di derogare al principio di parità di trattamento (con riferimento ai flussi informativi conseguenti all'instaurazione dell'*engagement* con gli amministratori), nei limiti in cui la deroga non sia arbitraria ma fondata sulla oggettiva differenza delle condizioni in cui si trovano (in ragione dell'entità delle partecipazioni detenute e del "grado" di attivismo), rispettivamente, gli investitori istituzionali/soci e i piccoli investitori/soci v. G. STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, cit., 393 ss. (sulla scorta, fra l'altro, delle previsioni dell'art. 46 della direttiva 2012/30/UE e dell'art. 65 della direttiva 2001/34/UE, le quali affermano che la parità di trattamento deve essere assicurata «agli azionisti che si trovano in condizioni identiche»).

⁷⁵ Cfr. G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori*, cit., 734 s. e 744 ss. Sull'argomento, v. anche Consob, *Q&A sull'informazione selettiva nei confronti dei soci e, in particolare, del socio di controllo nonché sulla pubblicazione delle informazioni privilegiate relative ai piani industriali*, 18 marzo 2022, disponibile su consob.it.

⁷⁶ S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo*, cit., 226 ss., che però ritiene legittima l'introduzione in via statutaria di speciali diritti di informazione; cfr. anche M. VENTORUZZO, *Qualche nota sulla comunicazione selettiva verso soci di controllo alla luce delle Q&A Consob*, cit., 1391; in senso contrario, a tale radicale soluzione vale la pena richiamare quanto scritto a pag. 905 da M. MONTANARI *Il principio di parità di trattamento fra disciplina del mercato mobiliare e diritto delle società*, in *Giur. comm.*, 1996, I, 899 ss., secondo cui l'art. 92 TUF non può tradursi in regola che "sovverte l'organizzazione corporativa della società e la gestione dell'impresa comune in nome d'un'uguaglianza giacobina di tutti i titoli sul mercato, ma principio che soltanto di fronte a concrete ed attuali possibilità di guadagno, oggettivamente identiche, ne impone alla società il rispetto". Infatti bisogna pur sempre tenere a mente che la disciplina contenuta nel Regolamento MAR circonda la trasmissione di informazioni privilegiate, nelle ipotesi consentite, di un rigido articolato di presidi che impediscono al soggetto ricevente di ricavare un vantaggio economico in virtù dell'asimmetria informativa (momentaneamente) creatasi (v. C. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti*, cit., 79).

la discrezionalità degli amministratori nella loro attività di amministrazione della società e di gestione dell'impresa⁷⁷. Data la sua natura elastica, il principio di parità di trattamento dovrebbe essere diversamente declinato a seconda della natura della singola vicenda societaria presa in considerazione⁷⁸. Come è stato condivisibilmente sostenuto, la parità di trattamento *in tanto* può trovare applicazione *in quanto* nella fattispecie concreta non sia possibile ravvisare preminenti esigenze legate all'esercizio dell'attività d'impresa, che richiedano di tenere conto della disuguaglianza di posizione dei soci. Di fronte a operazioni dall'intrinseco contenuto gestorio – non importa se di competenza del consiglio di amministrazione o dell'assemblea degli azionisti – la parità di trattamento sarebbe soggetta ad arretramento, mentre il potere discrezionale degli amministratori di selezionare i soggetti con cui interloquire andrebbe incontro a una piena espansione⁷⁹. D'altronde, come è stato autorevolmente sostenuto, il principio della parità di trattamento è nato come criterio valutativo finalizzato ad individuare le ipotesi di abuso, non ostando invece a distinzioni basate su criteri che prendano in considerazione i “dati qualitativi che caratterizzano la posizione del socio e/o investitore”⁸⁰.

Ebbene, se si pone al centro del discorso il potere/dovere degli amministratori di gestire correttamente l'impresa, è giocoforza concludere che l'organo gestorio può intrattenere rapporti

⁷⁷ V. PINTO, *Funzione amministrativa e diritti degli azionisti*, cit., 255.

⁷⁸ Come chiarito da G. D'ATTORRE, *op. cit.*, 276 ss., alcune di queste, infatti, esauriscono la propria portata nella dimensione interna del gruppo organizzato, come accade nel caso di vendita delle azioni del socio moroso o del socio recedente da parte degli amministratori (art. 2344 e 2437-*quater*). Altre operazioni societarie, invece, presentano un rapporto di *strumentalità forte, immediata* con l'esercizio dell'impresa. Ci si riferisce a vicende come l'aumento di capitale a pagamento, la fusione o la scissione che, essendo dirette a incrementare il lucro imprenditoriale, riguardano direttamente il nucleo esclusivo del potere discrezionale degli amministratori della società per azioni. In relazione a queste ultime la parità di trattamento assumerebbe una posizione recessiva, dovendo darsi prevalenza all'esigenza, assiologicamente superiore, di incremento del profitto d'impresa in un'ottica di lungo periodo.

⁷⁹ È noto che si può guardare alla società per azioni da due punti di vista differenti, anche se complementari. Il primo è quello formale, che prende in considerazione le norme organizzative: queste, oltre a disciplinare, il funzionamento degli organi sociali e i “meccanismi di imputazione” dell'attività comune, regolamentano le modalità di ripartizione, all'interno del gruppo organizzato, dei vantaggi e dei sacrifici derivanti dal contratto di società: C. ANGELICI, *Società per azioni e in accomandita per azioni*, in Enc. Dir., XLII, Milano, 1990, p. 980; G. D'ATTORRE, *op. cit.*, 260 e 274; l'altro è quello sostanziale, che considera il fenomeno societario come forma di “*organizzazione dell'esercizio, della responsabilità e del finanziamento*” d'impresa: P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma I: La società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in Riv. dir. comm., 2005, 673, 678; considera la società per azioni un “*particolare modello di organizzazione del finanziamento di un'impresa*” F. CHIAPPETTA, *Finanziamento della società per azioni e interesse sociale*, in Riv. soc., 2006, 672. Orbene, il fatto che il legislatore della riforma societaria abbia individuato l'elemento materiale della disciplina societaria nell'attività d'impresa non è privo di conseguenze: ciò significa, da un lato, che è improprio utilizzare il paradigma associativo nell'interpretazione di quelle disposizioni codicistiche che si riferiscono a operazioni societarie direttamente strumentali all'esercizio dell'attività imprenditoriale; dall'altro, che le esigenze dell'impresa sono collocate dal legislatore, dal punto di vista assiologico, in una posizione gerarchicamente superiore rispetto ad eventuali concorrenti interessi individuali dei soci. Ne deriva che, qualora i valori dell'impresa si trovino in conflitto con i valori che caratterizzano la struttura di ciascun gruppo organizzato (e l'eguaglianza dei membri del gruppo è uno di questi), i secondi dovranno essere sacrificati a vantaggio dei primi: G. D'ATTORRE, *op. cit.*, p. 270; denuncia l'inidoneità del paradigma associativo a “spiegare l'intera realtà giuridica delle s.p.a.” F.M. MUCCIARELLI, *op. cit.*, 205.

⁸⁰ C. ANGELICI, *Conclusioni*, in *Il caleidoscopio*, cit., 321; G. STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, cit., 393 ss., ad avviso del quale la scelta delle controparti con le quali intrattenere dialoghi selettivi rientra nella discrezionalità degli amministratori

selettivi con alcuni azionisti (soci di controllo, investitori istituzionali, fondi comuni passivi, fondi comuni speculativi) laddove esista una *giustificazione imprenditoriale* capace di legittimare, sotto il profilo assiologico ed economico, la decisione – avente natura prettamente gestoria – di consultare o trasmettere informazioni soltanto ad alcuni soci. Ne deriva l'impossibilità, nonostante l'esplicito riferimento che la Direttiva 828/2017 compie al dialogo quale legittimo strumento di *engagement*, di affermare, in astratto e una volta per tutte, la compatibilità della comunicazione selettiva con un presunto interesse della società⁸¹: spetterà al consiglio di amministrazione, di volta in volta e alla luce delle caratteristiche soggettive dell'azionista, decidere se risponde all'interesse dell'impresa avviare una qualche forma di comunicazione o consultazione selettiva.

Peraltro, tali considerazioni sembrerebbero essere alla base di quella opinione che ammette, a determinate condizioni, la comunicazione selettiva di informazioni privilegiate, in deroga ai divieti contenuti nel c.d. Regolamento MAR, nel caso in cui tale disciplina trovi applicazione in virtù della natura delle informazioni oggetto di comunicazione⁸². Com'è noto, infatti, tale Regolamento, dopo aver sancito in via generale il divieto di abuso (art. 8 MAR) e quello di comunicazione illecita di informazioni privilegiate (art. 10 MAR) contempla una deroga al secondo divieto. In particolare, ai sensi dello stesso art. 10 MAR, deve considerarsi lecita la comunicazione di informazioni privilegiate quando questa sia avvenuta “durante il normale esercizio di un'occupazione, una professione o una funzione”, fermo restando il dovere di chi riceve l'informazione di garantirne la riservatezza e la confidenzialità.

La principale questione che è sorta al riguardo è se la predetta locuzione vada riferita agli organi dell'emittente oppure al socio. Il dubbio sorge in quanto l'art. 8, par. 4, MAR include tra gli *insider* primari anche colui che abbia accesso all'informazione privilegiata, e quindi si potrebbe pensare che la trasmissione sia legittima in presenza di obiettive esigenze del socio⁸³. L'alternativa non è senza conseguenze: qualora si ritenesse che la trasmissione di informazioni privilegiate debba trovare giustificazione nell'attività svolta dal richiedente, è chiaro che si allargherebbero non di poco le maglie di legittimità di distribuzioni informative asimmetriche.

⁸¹ Così, invece, sembrerebbe fare G. STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali*, cit., 118, anche se poi viene precisato che la scelta delle controparti con le quali intrattenere dialoghi selettivi rientra nella discrezionalità degli amministratori.

⁸² S. GILOTTA, *Trasparenza e riservatezza nella società quotata*, Milano, 2012, 53 ss.; C. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori*, cit., nt. 98, 80; G. STRAMPELLI, *I dialoghi tra emittenti ed investitori istituzionali*, in *Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, a cura di Tombari, Torino, 2018, 122 ss.; L. CALVOSA, *Informazioni privilegiate e regolamento MAR*, in *Riv. dir. comm.*, 2019, I, 133.

⁸³ C. DI NOIA-M. GARGANTINI, *Corporate governance e comunicazione di informazioni privilegiate*, in *Informazione societaria*, cit., 38.

Ora, tenuto conto anche dell'interpretazione restrittiva datane dalla Corte di Giustizia⁸⁴, sembrerebbe che nella fattispecie presa qui in considerazione la locuzione "nell'esercizio di una funzione" vada riferita al potere discrezionale esercitato dagli amministratori, e segnatamente al complesso dei doveri che ne connotano la posizione funzionale. È chiaro, infatti, che, se si facesse dipendere la liceità della comunicazione dalla mera presenza di un interesse del socio a conoscere quella informazione ai fini dell'assunzione di una decisione ne risulterebbe sostanzialmente annichilito il potere/dovere degli amministratori di gestire il patrimonio informativo della società nell'interesse di tutti gli azionisti⁸⁵, e non soltanto di alcuni di essi. Si pensi al caso in cui l'amministratore delegato trasmetta al socio di controllo informazioni privilegiate soltanto perché quest'ultimo è interessato a valutare la convenienza per la società di una particolare operazione gestoria (ad esempio, la conclusione di un importante contratto di concessione di vendita). E invero la decisione di condividere informazioni *price sensitive* con gli azionisti deve trovare una precisa giustificazione sotto il profilo *imprenditoriale*: deve, cioè, sussistere un nesso di stretta necessità tra la trasmissione di informazioni privilegiate e l'assunzione di una specifica decisione imprenditoriale da parte del consiglio di amministrazione o dell'amministratore delegato⁸⁶.

Da tale punto di vista, a ben vedere, vale forse la pena di precisare che la questione possiede limitata rilevanza dal punto di vista operativo, considerato che gran parte delle esigenze del consiglio di amministrazione di comunicare informazioni privilegiate ai soci, al fine di sondare la fattibilità di determinate operazioni, è già coperta dalla disciplina dei c.d. *market soundings* (art. 11 MAR). A ciò aggiungasi che raramente gli investitori istituzionali sono disposti a ricevere, durante gli incontri organizzati con uno o più amministratori, la comunicazione di informazioni privilegiate, giacché la stessa comporta di solito come effetto il

⁸⁴ Corte di Giustizia UE, Caso 384-02 del 22 novembre 2005, *Grongaard e Bang*, la quale ha stabilito che, per essere lecita, la comunicazione di informazioni privilegiate deve essere: a) legata da uno stretto nesso con l'esercizio del lavoro, della professione o della funzione; b) deve essere strettamente necessaria per l'esercizio di quel lavoro, professione o funzione; c) deve avvenire nel rispetto del principio di proporzionalità.

⁸⁵ Non bisogna infatti trascurare che l'informazione è pur sempre un bene (si pensi al *know how*) di cui gli amministratori hanno la disponibilità all'esclusivo fine di incrementare il valore e la redditività dell'impresa. Per la qualificazione dell'informazione come valore: C. ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria*, cit., 249 ss.

⁸⁶ Cfr. C. MOSCA, *Comunicazione selettiva*, cit., 54, la quale sottolinea come spetti al consiglio di amministrazione effettuare un attento bilanciamento tra l'esigenza di comunicare l'informazione in parola, quella di limitare il rischio di diffusione involontaria della stessa sul mercato, con conseguente danno per la società e, infine, quella degli investitori alla parità informativa (v., per quest'ultimo profilo, A. GIANNELLI-C. MOSCA, *Flussi informativi tra amministratori e soci nella società quotata, tra ambiguità ed esigenze di disciplina*, paper presentato al Convegno di Orizzonti del Diritto commerciale, 2015, 41. Per un'interpretazione che, attraverso una riduzione teleologica, limita il campo di applicazione del divieto al caso di comunicazione di informazioni privilegiate effettuata allo scopo di procurare un vantaggio per sé o per altri v. S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo*, cit., 157 ss.

divieto di negoziare i titoli detenuti in portafoglio e la conseguente impossibilità di sfruttare eventuali occasioni di guadagno che si dovessero presentare sul mercato dei titoli quotati⁸⁷.

5. I CASI DI OBBLIGATORIA INSTAURAZIONE DEL DIALOGO CON GLI AZIONISTI RILEVANTI QUALE LIMITE MOBILE AI POTERI DEGLI AMMINISTRATORI

Una volta giunti alla conclusione che la parità di trattamento tra gli azionisti non osta alla *facoltà* degli amministratori di intrattenere in modo selettivo contatti informativi con i soci, diviene opportuno ora indagare quali sono i casi in cui gli amministratori non soltanto *possono* consultare selettivamente i soci ma addirittura *devono* farlo. Si intendere dire che vi possono essere delle ipotesi in cui la consultazione preventiva dei soci, e il conseguente scambio di informazioni, costituiscono il *presupposto necessario* per l'assunzione di una decisione che risponda ai canoni della corretta amministrazione (art. 2403 c.c.) e della di diligente gestione dell'impresa societaria (art. 2392 c.c.) da parte dell'organo gestorio.

Iniziando il discorso dall'ipotesi meno controversa in dottrina, è possibile individuare una serie di operazioni che, malgrado rientrino nel *bouquet* delle competenze dell'assemblea degli azionisti, presentano una prevalente componente gestoria, perché sottendono un preciso programma imprenditoriale di esclusiva competenza degli amministratori; in definitiva, e concentrando l'analisi sulle società quotate, si tratta di operazioni complesse (aumento del capitale a pagamento, con o senza esclusione del diritto di opzione, emissione di obbligazioni convertibili, fusione, scissione) che, attenendo strettamente alla dimensione finanziaria o organizzativa dell'impresa, non rappresentano il frutto di iniziative estemporanee degli amministratori, bensì uno dei momenti qualificanti dell'attuazione del piano industriale adottato collegialmente dal consiglio di amministrazione dell'emittente⁸⁸. Tant'è che, in considerazione della forte componente gestoria di tale operazioni, la legge sottrae ai soci il potere di impulso del procedimento assembleare per riservarlo agli amministratori, a cui spetta in via esclusiva non soltanto la valutazione circa l'opportunità di stimolare un intervento assembleare sul punto, alla

⁸⁷ G. STRAMPELLI, *I dialoghi tra emittenti e investitori istituzionali*, in *Informazione societaria*, cit., 127; ID, *Il ruolo dell'organo di controllo nei dialoghi extra-assembleari tra gli emittenti quotati e i loro soci*, in *Studi di Diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, a cura C. Costa; A. Mirone, P. Pennisi, P. Sanfilippo, R. Vigo, Torino, 2021, 948.

⁸⁸ È noto come parte della dottrina consideri l'adozione di un programma di attività, trasfuso nei piani strategici, industriali e finanziari sostanzialmente obbligatoria nelle imprese di più grandi dimensioni, malgrado l'inciso "quando adottati", contenuto all'art. 2381 c.c.: P. ABBADESSA, *Profili topici della nuova disciplina della delega amministrativa*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gianfranco Campobasso, 2007, 499; la necessità dell'adozione del piano industriale – un documento unitario che racchiuderebbe in sé i piani precedentemente menzionati – è espressamente sancita dal Codice di Corporate Governance delle società quotate che, da questo punto di vista, si dimostra più avanzato rispetto alla disciplina codicistica (art. 2381 c.c.): v. P. CUOMO, *Il consiglio di amministrazione e la gestione dell'impresa nel codice di corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2021, 87.

luce dell'interesse della società, ma la stessa fase progettuale e, per così dire, ideativa dell'atto d'impresa (art. 2367 c.c.)⁸⁹.

Ebbene, sul punto sembra opportuno operare alcune distinzioni. E in particolare tra società ad assetto proprietario concentrato e società ad azionariato diffuso. Nel primo caso, la diligente attuazione dell'incarico gestorio si traduce nel dovere degli amministratori di compiere tutte quelle verifiche che si rendano necessarie per stimare la probabilità di coagulare una maggioranza assembleare attorno alla propria iniziativa. Non è infatti ragionevolmente sostenibile che gli amministratori possano avviare il procedimento assembleare, o le trattative prodromiche al deposito del progetto di fusione o di scissione, senza aver previamente consultato i soci di controllo, tenuto conto del danno che potrebbe derivare alla società dalla mancata approvazione dell'operazione: danno che si manifesta non soltanto in termini di costi per la convocazione e lo svolgimento dell'adunanza assembleare, ma anche in termini di lesione alla reputazione dell'emittente e di conseguente crollo dei corsi azionari⁹⁰.

Tale conclusione trova fondamento, dal punto di vista delle regole organizzative interne alla società per azioni, nel *dovere di agire informati* che grava su ciascun amministratore in quanto tale (art. 2381, 5° comma, c.c.)⁹¹. Il che impone di istruire adeguatamente la decisione con cui gli amministratori dispongono di inserire all'interno dell'avviso di convocazione dell'assemblea una proposta di aumento del capitale – specialmente se con esclusione del diritto di opzione⁹² – ovvero con cui viene dato avvio alle trattative finalizzate alla predisposizione del progetto di fusione o di scissione⁹³. Ma discende altresì dal dovere del consiglio di amministrazione – questa volta, sotto il profilo esterno – di *informare correttamente il mercato*:

⁸⁹ Qui il termine approvazione è utilizzato in senso tecnico perché si tratta di deliberazioni assembleari che traggono necessario impulso da un progetto o da una relazione presentata in assemblea dagli amministratori: N. DE LUCA, *Art. 2367*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Tomo I, Milano, 2016, 901.

⁹⁰ L. DELLA TOMMASINA, *Informazione preassembleare*, cit., 26; S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo*, cit., 273; M. MAUGERI, *Gruppi di società e informazioni privilegiate*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 908; C. MOSCA, *Comunicazione selettiva*, cit., 57.

⁹¹ Circostanza che, come vedremo in seguito, influisce sulla connessa questione dell'applicabilità della *business judgement rule* a tali decisioni.

⁹² Considerato che il progetto di aumento del capitale sociale con esclusione del diritto di opzione comporta necessariamente l'ingresso di un terzo nella compagine sociale, in connessione con una precisa operazione gestoria ideata dal consiglio di amministrazione, sarebbe impensabile non consultare previamente il socio di controllo i cui diritti amministrativi sarebbero soggetti a diluizione. Per un riferimento all'ipotesi di responsabilità degli amministratori per manifesta mancanza dei presupposti di realizzazione del piano alla base del collocamento riservato a terzi delle azioni di nuova emissione v. E. GINEVRA, *Art. 2441*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, tomo II, Milano, 2016, 2632.

⁹³ È noto come la definizione dei contenuti del progetto e della complessiva operazione di fusione (individuazione delle società con cui realizzare la fusione, determinazione del rapporto di cambio etc.) venga concordata principalmente al di fuori dell'organizzazione sociale, con la partecipazione diretta dei soci di controllo alle trattative: in molte occasioni questi non si limitano ad un apporto di tipo dialettico ma si vincolano direttamente sotto il profilo contrattuale ad esprimere voto favorevole alla fusione nella successiva fase assembleare (G. COLTRARO, *Gli accordi di fusione. Profili negoziali e procedurali*, Milano, 2013, 11 ss. e 161 ss.; G. FERRI JR, *Modificabilità e modificazioni del progetto di fusione*, Milano, 1998, 158).

risulterebbe invero difficile per gli investitori orientare le proprie scelte di fronte ad esercizi improvvisati della funzione gestoria, specialmente laddove la delibera assembleare sia proprio diretta a raccogliere nuova provvista finanziaria sul mercato⁹⁴. È chiaro, ovviamente, che il problema non si pone qualora il socio o i soci di controllo siano entrati a far parte dell'organo gestorio attraverso l'assunzione della carica di amministratore, in proprio o tramite un amministratore designato: in tale caso, la consultazione preventiva del socio di controllo avviene sulla base della trasmissione dei flussi informativi endoconsiliari a valle dell'adempimento dell'obbligo di *interazione informativa* che la legge ascrive al presidente del consiglio di amministrazione e agli organi delegati⁹⁵.

Per quanto riguarda le società ad azionariato diffuso, secondo parte della dottrina, la soluzione dovrebbe essere diversa: qui, stante l'assenza di uno o più soci imprenditori, la consultazione preventiva risulterebbe scarsamente significativa e pertanto si dovrebbe riconoscere agli amministratori piena libertà nella fase preliminare rispetto all'assunzione della delibera⁹⁶. Tale interpretazione sembra tuttavia non tenere adeguatamente conto della rilevanza assunta, a livello normativo, dalla predisposizione e dalla divulgazione delle politiche di impegno da parte degli investitori istituzionali, all'interno delle quali trovano accoglimento non soltanto le *modalità* di attuazione dell'*engagement* (dialogo extrassembleare, esercizio del diritto di voto, coordinamento con gli altri azionisti), ma anche le loro *preferenze* su determinate *materie* di competenza dell'assemblea.

Si pensi, ad esempio, al caso in cui una SGR abbia esplicitamente dichiarato nella politica di impegno che voterà contrò ogni proposta di aumento del capitale con creazione di azioni sprovviste del diritto di voto⁹⁷. A fronte della pubblicazione di una dichiarazione di tale tenore,

⁹⁴ Sottolinea condivisibilmente i due profili A. ZOPPINI, *Informazione societaria e corporate governance*, cit., 93, “è un'informazione rilevante che deve essere prima considerata e vagliata dagli amministratori che propongono un'operazione sul capitale e che poi deve essere trasmessa al mercato onde orientare le scelte di investimento, quella inerente al verosimile successo, o insuccesso, dell'operazione proposta al mercato”.

⁹⁵ S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo*, cit., 274. Tale ipotesi non deve però essere sopravvalutata in quanto si registra una generale tendenza a ridurre la partecipazione di esponenti del socio di controllo agli organi della società partecipata, principalmente per tre ordini di ragioni: a) il divieto di *interlocking* nei settori previsti dall'art. 36 d.l. 6 dicembre 2011, n. 201; b) l'applicabilità alle società quotate della disciplina sulle operazioni con parti correlate; c) il divieto per il socio pubblico di far partecipare propri funzionari nelle società quotate partecipate: A. ZOPPINI, *Informazione societaria*, cit., 90.

⁹⁶ S. GILOTTA, *op. cit.*, *ivi*.

⁹⁷ Non è invece ammessa nel nostro ordinamento l'emissione di azioni a voto plurimo, ma soltanto la conservazione della proporzione tra le diverse categorie di azioni laddove la creazione di c.d. *dual class shares* sia avvenuta prima della quotazione (art. 127-*sexies*). È peraltro largamente nota l'avversione che gli investitori istituzionali esteri nutrono nei confronti di tale categoria di azioni, nonostante sia necessario ammettere che l'emissione di azioni a voto plurimo sta incontro sempre maggiore consenso sia da parte dei legislatori nazionali che delle società di gestione dei mercati regolamentati. A titolo esemplificativo, vale la pena ricordare la recente cancellazione, da parte della FCA, della regola che impediva agli emittenti dotati di *dual class share structure* di quotarsi sulla borsa londinese. Come è stato condivisibilmente sottolineato, trattasi di innovazione largamente osteggiata dagli investitori istituzionali e motivata dalla

risulta difficile considerare come diligente la condotta degli amministratori che hanno completamente ignorato tale dato: i) sia perché hanno dato avvio al procedimento assembleare pur sapendo che la proposta di deliberazione avrebbe incontrato l'opposizione dei gestori di attivi; b) sia perché, prima di conformare il contenuto dell'avviso di convocazione, non hanno nemmeno tentato di inoltrare ai gestori di attivi una richiesta di dialogo al fine di spiegare le ragioni alla base della decisione di emettere azioni sprovviste del diritto di voto. A ciò aggiungasi che l'opinione richiamata non sembra tenere adeguatamente in conto che il parere degli azionisti istituzionali, quando espresso nella forma del voto assembleare, anziché dietro alle quinte del procedimento consiliare, possiede una intrinseca valenza *segnalatica*, di *orientamento*, si potrebbe dire quasi di *condizionamento*, nei confronti della parte dell'azionariato costituita dai piccoli risparmiatori. Dimodoché il rischio è che una parte rilevante della compagine sociale decida di fare massiccio ricorso all'*exit*, se si dovesse convincere che quel dissenso assembleare degli azionisti istituzionali sia dovuto all'incapacità degli amministratori della società di tenere in adeguata considerazione i profili finanziari dell'investimento azionario, con tutto ciò che ne conseguirebbe in termini di crollo delle quotazioni e di aumento del costo del capitale⁹⁸.

Un'indicazione favorevole al riconoscimento in capo agli amministratori di un dovere generale di consultazione dei soci "caratterizzati" proviene dallo schema di "Relazione illustrativa dell'organo amministrativo per l'assemblea straordinaria chiamata a deliberare operazioni di modifica del capitale sociale e/o di emissione di obbligazioni" rinvenibile nell'allegato 3A del regolamento Consob n. 11971/1999 (c.d. Regolamento Emittenti)⁹⁹. Fra le informazioni che l'organo amministrativo è chiamato a includere nella predetta relazione illustrativa vi è quella relativa a "gli azionisti che hanno manifestato la disponibilità a sottoscrivere, in proporzione alla quota posseduta, le azioni e/o le obbligazioni convertibili di nuova emissione, nonché gli eventuali diritti di opzione non esercitati". Com'è di tutta evidenza,

volontà di incentivare la quotazione sul mercato borsistico di Londra degli emittenti ad alto tasso di innovazione tecnologica guidati dai c.d. fondatori visionari: M. CORGATELLI, *Azioni a voto plurimo e fondatori visionari*, in *RDS*, 2023, 47 ss.

⁹⁸ Invero, anche nelle società a proprietà concentrata o addirittura eterodirette, "appare infatti difficile immaginare che il socio di controllo o il consiglio di amministrazione che ne costituisce emanazione possano sistematicamente disinteressarsi del giudizio formulato in sede assembleare dagli investitori istituzionali e così pregiudicare le possibilità per la società di un futuro ricorso al mercato finanziario" (così, M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Il Testo Unico Finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, Vol. II, *Mercati ed emittenti*, Bologna, 2020, 1238). Si tenga inoltre conto che i *proxy advisors*, dei cui servizi gli azionisti istituzionali si servono, sono soliti pubblicare le proprie raccomandazioni di voto ancora prima dello svolgimento dell'assemblea, dal che potrebbe conseguire, soprattutto nel caso di aumento del capitale inscindibile, il crollo del prezzo di quotazione delle azioni ancora prima dell'adunanza assembleare e dell'espressione del voto contrario da parte degli azionisti istituzionali.

⁹⁹ A. ZOPPINI, *Informazione societaria*, cit., 92, che però riferisce l'obbligo di consultazione soltanto agli azionisti di controllo capaci di condizionare l'approvazione della delibera assembleare e quindi presuppone la presenza di un assetto proprietario concentrato. *Contra* S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo*, cit., 272, facendo leva sulla natura regolamentare della norma richiamata "peraltro nemmeno appartenente al *corpus* principale del Regolamento emittenti, ma ad un'appendice del medesimo contenente norme di natura tecnica".

l'Autorità di vigilanza presuppone che l'organo amministrativo si sia attivato al fine di consultare, nella fase preassembleare, gli azionisti la cui condotta possa essere in qualche modo rilevante per l'informazione del mercato e la corretta formazione dei prezzi di quotazione, senza fare alcuna distinzione tra soci di controllo, soci di riferimento o soci istituzionali¹⁰⁰.

Ebbene, alla stregua di tali argomentazioni, e della sempre maggiore partecipazione alle assemblee dei gestori di attivi¹⁰¹, si impone probabilmente un ripensamento di alcuni postulati fondamentali del diritto azionario, tra cui la tendenziale irrilevanza della persona degli azionisti diversi dal socio di controllo o comunque di riferimento quando si tratti di stabilire le modalità di corretto esercizio della funzione gestoria¹⁰².

Ciò chiarito, ci si potrebbe domandare se al dovere degli amministratori di consultare preventivamente le componenti più significative dell'azionariato corrisponda un vero e proprio diritto dei soci a essere consultati. L'interrogativo non è di poco conto, in quanto qualora si arrivasse a qualificare come attributiva di un diritto sociale di natura amministrativa (c.d. *Sozialrecht*¹⁰³) la regola che impone all'organo gestorio di sondare i *desiderata* degli azionisti, e segnatamente di quegli azionisti che godono di un certo peso partecipativo all'interno della compagine sociale, ne deriverebbe la possibilità per i soci pretermessi di impugnare *ex art. 2388, 4° comma c.c.*, la delibera consiliare con cui gli amministratori abbiano disposto la convocazione dell'assemblea senza consultare i soci.

A tale scopo, occorre richiamare la distinzione, operata da parte della dottrina, tra vincoli all'azione degli amministratori che si traducono in un diritto sociale il cui contenuto è rigidamente predeterminato dal diritto azionario, dimodoché non residuerebbe alcun margine di discrezionalità in capo agli amministratori circa l'individuazione del contenuto dell'obbligo di prestazione e dei relativi beneficiari (ad esempio, l'informazione preassembleare), e limiti, per così dire, *mobili*, vale a dire "regole elastiche tese ad orientare il comportamento degli amministratori senza predeterminarne il contenuto"¹⁰⁴. Mentre la violazione dei primi fa sorgere

¹⁰⁰ Risulta utile anche il confronto con lo UK Corporate Governance Code che alla *provision 4* dedicata al ruolo del *board* prevede che "When 20 per cent or more of votes have been cast against the board recommendation for a resolution, the company should explain, when announcing voting results, what actions it intends to take to consult shareholders in order to understand the reasons behind the result. An update on the views received from shareholders and actions taken should be published no later than six months after the shareholder meeting. The board should then provide a final summary in the annual report and, if applicable, in the explanatory notes to resolutions at the next shareholder meeting, on what impact the feedback has had on the decisions the board has taken and any actions or resolutions now proposed". La consultazione degli azionisti è quindi raccomandata quando almeno il 20 per cento degli azionisti muniti di diritto di voto ha espresso voto contrario alla *resolution*.

¹⁰¹ A. GUACCERO, *L'attivismo azionario: verso la riscoperta di un ruolo dell'assemblea?*, in *Riv. soc.*, 2016, 409 ss.

¹⁰² Per cui alcuni azionisti non sarebbero più soltanto "sacchi di denaro": C. ANGELICI, *Le società per azioni*, cit., 94.

¹⁰³ Per la distinzione tra *Individualrecht* e *Socialrecht* v. C. ANGELICI, *Le società per azioni*, op. cit., 48 ss.

¹⁰⁴ V. PINTO, *Funzione amministrativa*, cit., 255, che peraltro sottolinea come ai limiti fissi al potere discrezionale degli amministratori corrisponderebbe un diritto spettante tendenzialmente alla collettività degli azionisti, e non soltanto ad alcuni tra questi.

in capo ai soci il potere di impugnare la delibera consiliare per “violazione dei diritti dei soci” ex art. 2388, 4° comma, c.c., il mancato rispetto dei secondi darebbe luogo a una mera responsabilità di natura risarcitoria degli amministratori¹⁰⁵. Ebbene, dal momento che l’obbligo degli amministratori di consultare i soci prima di assumere l’iniziativa in un’operazione di competenza assembleare discende dalla clausola generale dei principi di corretta amministrazione, il mancato coinvolgimento dei soci da parte degli amministratori non può che essere censurato esclusivamente sotto il profilo del cattivo esercizio del potere discrezionale. Se così è, la tutela che l’ordinamento riconosce ai soci in caso di mancata attivazione del dialogo da parte degli amministratori è solo quella avente natura obbligatoria.

6. (SEGUE) L’INTERROGATIVO CIRCA L’ALLARGAMENTO DEL DOVERE DI CONSULTAZIONE ALLE OPERAZIONI CHE FUORIESCONO DALLE COMPETENZE ASSEMBLEARI.

Questione distinta rispetto a quella appena esaminata è quella della possibile enucleazione di un dovere del consiglio di amministrazione di consultare i soci su materie che rientrano tipicamente nell’ambito delle sue competenze di alta amministrazione: a) definizione delle linee portanti della strategia imprenditoriale e monitoraggio sulla sua attuazione; b) politiche di finanziamento e livello di indebitamento (emissione di obbligazioni; collocamento sul mercato di nuove azioni); c) definizione del sistema di controllo e di gestione dei rischi; d) operazioni straordinarie (cessione di partecipazioni di controllo in mercati strategici, lancio di un’offerta pubblica di acquisto su una società *target*)¹⁰⁶. Dall’oggetto della consultazione soci/amministratore resterebbe invece esclusa la gestione operativa di competenza dell’amministratore delegato, quindi la dimensione più prettamente legata all’amministrazione corrente del patrimonio sociale¹⁰⁷.

Tenuto conto della *summa divisio* tracciata in precedenza tra *fondi passivi* e *fondi attivisti*, si può affermare che l’interesse a intrattenere un confronto dialettico con gli amministratori su tali temi è riferibile pressoché in via esclusiva ai fondi speculativi (c.d. *hedge funds*), basando questi la propria strategia di investimento proprio sulla partecipazione attiva alla definizione

¹⁰⁵ V. PINTO, *op. cit.*, 257.

¹⁰⁶ Per l’allargamento del dialogo extrassembleare anche a tali temi v. M. BIANCHI-M. MILIĆ, *Le politiche di engagement delle società tra teoria e prassi*, in *Riv. soc.*, 2021, 1324 ss.; G. STRAMPELLI, *Private meetings Between Firm Managers and Outside Investors: the European Paradigms*, in *Hasting Business Law Journal*, 2022, 258 ss.; M. GATTI-G. STRAMPELLI-M. TONELLO, *How Does Board-Shareholder Engagement Really Work? Evidence from a Survey of Corporate Officers and from Disclosure Data*, disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4256925

¹⁰⁷ L. BENEDETTI, *L’engagement soci/amministratori*, cit., 1095; G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori con gli azionisti*, cit., 726.

delle strategie e degli assetti organizzativi dell'emittente¹⁰⁸. Viceversa, gli *asset managers* che adottano la tecnica della diversificazione, a causa della sostanziale mancanza di incentivi ad assumere iniziative di *engagement* per conto proprio, potranno tutt'al più svolgere un ruolo di valutazione delle proposte di cambiamento avanzate dagli *hedge funds*¹⁰⁹.

In astratto si potrebbe sostenere, ed è stato sostenuto, che, essendo il potere degli amministratori di consultare i soci, come tutti gli altri poteri spettanti agli stessi, al tempo stesso un dovere da esercitare nell'interesse della società, si potrebbero verificare dei casi in cui la consultazione del socio di controllo deve essere considerata come obbligatoria¹¹⁰. Si pensi a decisioni di cambiamento radicale della politica industriale, come quella relativa all'uscita da un determinato mercato geografico attuata tramite la cessione della partecipazione di controllo nell'unica società operante su un determinato territorio; o, ancora, a quelle operazioni gestorie che, pur non modificando formalmente lo statuto, cionondimeno incidono in misura rilevante sugli *interessi primordiali* degli azionisti¹¹¹. In tali ipotesi, la consultazione selettiva del socio di controllo e, secondo alcuni, degli investitori istituzionali¹¹², prima dell'assunzione di una decisione di competenza consiliare, sarebbe obbligatoria ogni qualvolta si renda necessario "superare le obiezioni dei soci"¹¹³ su determinate operazioni ovvero "verificare il consenso e la reazione prospettica del socio di controllo"¹¹⁴.

Il tema è particolarmente delicato perché, come si ha già avuto modo di anticipare, nell'ordinamento della società per azioni, e in quello delle società quotate in particolare, l'esigenza di protezione dei soggetti incaricati dell'esercizio della funzione gestoria nei confronti

¹⁰⁸ W.G. RINGE, *Shareholder Activism: a Renaissance*, cit., 508 ss. J.C. COFFEE JR-D. PALIA, *The Wolf at the Door: the Impact Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, in *Journal on Corporate Law*, 2016, 572 ss.; L.E. STRINE JR, *Who Bleeds When the Wolves Bite? Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System*, in *The Yale Law Journal*, 2017, 1870 ss.

¹⁰⁹ In sostanza la funzione dei fondi speculativi sarebbe quella di proporre una visione alternativa sulle strategie e sulla gestione dell'emittente, spettando poi ai fondi diversificati valutare la bontà di tali iniziative rispetto all'orientamento adottato dal consiglio di amministrazione. Secondo A. PACCES, *Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive II*, in *ECGI Law Working Paper N° 353 2017*, 12 ss. gli investitori diversificati fungerebbe da arbitri nella risoluzione del conflitto endemico tra la visione di breve periodo (*short-term*) adottata dagli *hedge fund* e quella di lungo periodo (*long-term*) adottata dal consiglio di amministrazione; conflitto che sarebbe dovuto all'incapacità dei prezzi di quotazione di incorporare in modo efficiente le prospettive future dell'attività. Secondo altri il fenomeno avrebbe invece una connotazione positiva: v. infatti W.G. RINGE, *Shareholder Activism*, cit., 419 per il quale "activists are viewed as suitable governance intermediaries, actively monitoring company performance and then presenting to companies and institutional investors concrete visions for business strategy"; C. TEDESCHI, *La direttiva shareholder rights*, cit., 567, secondo cui il monitoraggio degli investitori istituzionali passivi (si pensi ai fondi pensione) sulla condotta dei fondi attivisti avrebbe come effetto quello di mitigare la propensione al breve periodo dei secondi.

¹¹⁰ A. ZOPPINI, *Informazione societaria e corporate governance*, cit., 94.

¹¹¹ Per una completa ricognizione sul tema degli interessi primordiali dei soci e delle *competenze implicite* dell'assemblea v. Cap. 3, Sez. II, par. 2.

¹¹² G. SANDRELLI, *Il dialogo con gli amministratori con gli azionisti*, cit., 723, precisando che in tali casi il "il dovere di dialogo degli amministratori si limit(a) alla fase di ascolto e informazione, senza influenzare il processo decisionale vero e proprio (proposta, istruttoria, deliberazione)".

¹¹³ C. MOSCA, *Comunicazione selettiva*, cit., 58.

¹¹⁴ A. ZOPPINI, *Informazione societaria e corporate governance*, cit., 94

di pressioni esterne, sia da parte del socio di controllo sia da parte di minoranze azionarie, si pone in termini particolarmente stringenti. D'altra parte, però, non è possibile obliterare, sotto il profilo interpretativo, le conseguenze che potrebbero derivare dalla mancata considerazione da parte degli amministratori delle istanze di consultazione manifestate dal socio di controllo o dagli azionisti attivisti. È noto infatti come, procedendo per gradi successivi di intensità (lettere inviate all'emittente, campagne stampa, sollecitazione e raccolta delle deleghe di voto), un atteggiamento antagonista degli *hedge funds* nei confronti degli amministratori dell'emittente è in grado di incidere in misura rilevante sul corso dei titoli azionari. Premesso che spesso le due dimensioni non sono facilmente distinguibili, essendo strettamente connesse, si pone qui un classico conflitto tra prerogative del consiglio di amministrazione che incidono sulla gestione dell'impresa e prerogative, come quella della consultazione extrassembleare degli azionisti, che possono avere un riflesso sull'andamento del valore di quotazione dei titoli azionari¹¹⁵.

Peraltro, il tentativo di individuare criteri per la risoluzione di tale conflitto sembra animare quella parte della dottrina che si è interrogata su un problema, in un certo senso, simile. Vale a dire sull'esistenza di un dovere degli amministratori – attivato dalla richiesta del socio di controllo – di trasmettere informazioni al terzo acquirente al fine di consentire, in vista del trasferimento della partecipazione azionaria, l'espletamento dell'attività di *due diligence*. È evidente, infatti, che esiste un potenziale contrasto tra la condotta discrezionale degli amministratori volta a tutelare l'interesse dell'impresa e l'aspettativa del socio di controllo alla corretta valorizzazione della partecipazione venduta¹¹⁶. Così come simile conflitto si pone laddove si tenti di individuare gli spazi di discrezionalità riservati agli amministratori nella fase

¹¹⁵ Cfr. G. MEO, *L'amministrazione delle società quotate*, in *Il Testo Unico finanziario*, cit., 1814, "Comportamenti gestionali e comportamenti incidenti sul prezzo delle azioni sono due sfere delle prerogative dell'organo amministrativo – il quale è tributario del risultato economico e delle oscillazioni del corso di borsa – prerogative che non operano necessariamente in modo armonico, anzi la cui asimmetria genera specifici conflitti di interessi". Tale conflitto è peraltro aggravato qualora all'interno dell'organo gestorio sieda un'amministrazione che sia stato nominato dalla minoranza grazie al ricorso al meccanismo del voto di lista, stante la capacità di quest'ultimo di "frantumare" dall'interno l'unitarietà dell'organo gestorio: cfr. M. CERA, *I soci di società quotate*, cit., 622 ss. È chiaro che, risolvendosi il ribasso del valore di quotazione delle azioni in una minore capacità dell'impresa azionaria di rinvenire nuove risolve sul mercato, il conflitto non riguarda soltanto l'interesse dei soci ad alienare al maggior prezzo possibile la propria partecipazione sul mercato, ma investe anche la stessa dimensione finanziaria dell'impresa jre, quindi, la sua sostenibilità interna (per la distinzione tra sostenibilità interna ed esterna v. M. STELLA RICHTER JR, *Long-Termism*, in *Riv. soc.*, 2021, 29 ss. L'importanza per il consiglio di amministrazione di comunicare con i fondi attivisti è facilmente comprensibile ove solo si consideri la vicenda che ha riguardato Manuel Faber, l'amministratore delegato di Danone. Com'è noto, Faber è stato revocato su iniziativa di due fondi attivisti, perché la società aveva mostrato una *performance* finanziaria inferiori ai concorrenti. Secondo la lettura che appare maggiormente condivisibile, la revoca di Faber, più che dimostrare l'esclusiva attenzione degli *hedge funds* per il profitto, deve essere letta come episodio paradigmatico che dimostra l'importanza di comunicare in maniera effettiva come le politiche ESG – politiche, cioè, non incentrate sull'incremento del valore delle azioni – siano in grado di creare valore per tutti gli azionisti: G. STRAMPELLI, *L'informazione non finanziaria tra narrazione e misurazione delle politiche di sostenibilità*, in *La nuova società quotata*, cit., Milano, 2022, 210.

¹¹⁶ R. SACCHI, *Due ipotesi di asimmetria informativa consentita nelle s.p.a. non quotate*, in *Il caleidoscopio dell'informazione*, cit., 52 ss.;

preliminare al lancio di un'OPA; e, in particolare, si cerchi di stabilire se gli amministratori della società *target* abbiano il potere/dovere di fornire informazioni a un potenziale offerente concorrente, qualora ritengano che il successo dell'offerta lanciata dal *bidder* principale – che magari ha ricevuto il *placet* del socio di riferimento – possa produrre ricadute negative sull'efficienza dell'impresa¹¹⁷. È chiaro, infatti, che la soluzione muta a seconda che si dia la prevalenza a considerazioni attinenti all'impresa, nelle sue diverse dimensioni o, piuttosto, all'interesse (di una parte) dei soci a condizionare i flussi informativi al fine di massimizzare il valore delle proprie azioni (in sede di alienazione)¹¹⁸.

Alla luce di tali considerazioni, ci pare possibile addivenire a un'indicazione di carattere generale: se la materia soggetta a deliberazione rientra nell'esclusiva competenza dell'organo gestorio, la scelta sull'acquisizione dell'orientamento degli azionisti rientra nella piena discrezionalità degli amministratori. In altri termini, deve essere garantita al consiglio di amministrazione la libertà di decidere se si renda opportuna la consultazione degli azionisti o se, piuttosto, esistano ragioni che sconsiglino l'instaurazione di contatti informativi con la base sociale, indipendentemente che ciò avvenga su iniziativa degli azionisti o degli amministratori. In alcuni casi, infatti, la posizione dei soci potrebbe essere già nota al consiglio di amministrazione, perché contenuta nella politica di impegno divulgata al pubblico, in altri il dialogo potrebbe rivelarsi dannoso per la società alla luce della circostanza che il socio versa in conflitto di interesse (si pensi a un'operazione gestoria in cui la controparte dell'emittente è una società partecipata, in misura proporzionalmente maggiore, dal medesimo investitore istituzionale)¹¹⁹.

Tale sembrerebbe essere la conclusione a cui è giunta di recente anche l'Autorità di vigilanza italiana¹²⁰, la quale ritiene che, al di fuori delle ipotesi legislativamente previste (ad es. art. 43, d.lgs. n. 127/1991), il dialogo con il socio di controllo è subordinato alla preventiva

¹¹⁷ Per uno spunto in tal senso v. L. PICONE, *Trattative, due diligence ed obblighi informativi*, in *BBTC*, 2004, I, 264 s. È noto, infatti, come l'art. 103 TUF, comma 3-bis, riservi uno specifico ruolo al consiglio di amministrazione consistente nella predisposizione di un comunicato da cui deve risultare, tra le altre cose, “una valutazione degli effetti che l'eventuale successo dell'offerta avrà sugli interessi dell'impresa, nonché sull'occupazione e la localizzazione dei siti produttivi”.

¹¹⁸ R. SACCHI, *Due ipotesi di asimmetria informativa consentita nelle s.p.a. non quotate*, cit., 59, il quale, con ragionamento estendibile *a fortiori* alle società quotate, sostiene che gli amministratori, nella decisione se trasmettere o meno informazioni al terzo acquirente, possano prendere in considerazione *tanto* aspetti di carattere negativo (ad esempio, il fatto che l'acquirente sia un concorrente della *target*) quanto potenziali effetti positivi sull'impresa sociale.

¹¹⁹ G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori con gli azionisti*, cit., 725; cfr. R. SACCHI, *La capacità propulsiva della s.p.a. quotata*, cit., 586, che però riferisce il problema alle delibere assembleari; M. CERA, *I soci di società quotate*, cit., 619.

¹²⁰ CONSOB, *Q&A sull'informazione selettiva nei confronti dei soci e, in particolare, del socio di controllo nonché sulla pubblicazione delle informazioni privilegiate relative ai piani industriali*, 18 marzo 2021

verifica di volta in volta dell'esistenza di uno specifico interesse della società che legittimi la comunicazione in via selettiva di informazioni¹²¹.

D'altronde, partendo dal presupposto che l'operazione programmata fuoriesce dalla competenza dell'assemblea dei soci, non è possibile qui ripetere l'argomentazione effettuata *supra* con riguardo alla *valenza segnaletica* del voto contrario dei soci significativi. Vale a dire che qui non vi è alcun episodio deliberativo che, in un contesto pubblico e trasparente, possa influire sulle decisioni di voto o di investimento della restante parte dell'azionariato dell'emittente e della cui potenzialità lesiva gli amministratori sono tenuti a tenere conto. A cui si aggiunge la considerazione secondo cui sono gli stessi azionisti di controllo e istituzionali a non aver interesse a contestare pubblicamente l'operato degli amministratori – al di fuori del contesto assembleare – nella misura in cui il crollo del valore delle quotazioni potrebbe ripercuotersi anche sulla partecipazione dagli stessi detenuta.

Di vera e propria obbligatoria consultazione si potrebbe parlare, al limite, laddove sia possibile individuare un legame di stretta *necessità*, dal punto di vista imprenditoriale, tra la consultazione di uno o più azionisti e la realizzazione della singola vicenda gestoria programmata. Il che vale a dire che la consultazione è obbligatoria soltanto se e nella misura in cui uno o più soci hanno il *potere* di impedire, in virtù del loro peso partecipativo, la realizzazione dell'atto programmato. Tale evenienza potrebbe verificarsi qualora l'operazione, pur potendo essere decisa dal consiglio di amministrazione o dall'amministratore delegato in autonomia, presuppone un preventivo passaggio assembleare. Si pensi alla programmazione di un'offerta pubblica di scambio che evidentemente impone agli amministratori della società offerente di sondare preventivamente l'intenzione dell'azionista di controllo di votare a favore della delibera assembleare di aumento del capitale¹²².

7. LE RECENTI INIZIATIVE EUROPEE IN MATERIA DI GOVERNO SOCIETARIO SOSTENIBILE: LA COMPLICAZIONE DEL QUADRO DEI RAPPORTI TRA SOCI E AMMINISTRATORI

Nel corso degli ultimi anni l'approccio del legislatore europeo, teso a stimolare l'inclusione dei fattori ESG nelle politiche adottate dai consigli di amministrazione delle società

¹²¹ C. PICCIAU, *Comunicazione selettiva ai soci e informazioni privilegiate*, cit., 619

¹²² M. MAUGERI, *Offerta pubblica di acquisto e informazioni privilegiate*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, 275 ss.

quotate europee, ha assunto una traiettoria ondivaga e, per certi versi, ambigua, essendo caratterizzata dal ricorso a due diverse tecniche di disciplina¹²³.

Una prima serie di interventi normativi fa leva sul ruolo degli investitori istituzionali – che detengono partecipazioni rilevanti in quasi tutte le società quotate – e si basa su una concezione, per così dire, volontaristica dell’attività di *stewardship*: l’idea è quella di creare un sistema di incentivi che spinga i gestori di attivi a pretendere dagli amministratori delle società partecipate un più attento monitoraggio e una migliore gestione dei rischi ambientali, sociali e di *governance* derivanti dall’attività d’impresa¹²⁴. Tra questi sono degni di particolare considerazione, oltre ai contenuti della politica di impegno previsti dall’art. 3-*octies* della Direttiva 828/2017 e fatti oggetto di ampia disamina in precedenza, gli obblighi di *disclosure* applicabili ai *financial markets participants* a seguito dell’entrata in vigore del Regolamento UE 2019/2088¹²⁵. Senza che sia necessario dilungarsi eccessivamente sui contenuti di tale testo normativo, peraltro ampio e complesso, è sufficiente rilevare che il legislatore europeo ha ora imposto ai gestori di attivi e agli investitori istituzionali di pubblicare, con periodicità almeno annuale, una politica di *due diligence* che renda possibile ai clienti finali conoscere il modo in cui essi integrano i rischi di natura non finanziaria – e, in particolare, il rischio climatico – nella loro strategia di investimento, con un grado di dettaglio via via maggiore a seconda che il fondo persegua o meno espressamente obiettivi di sostenibilità¹²⁶.

¹²³ G. STRAMPELLI, *La strategia dell’Unione europea per il capitalismo sostenibile: l’oscillazione del pendolo tra amministratori, soci e stakeholders*, in *Riv. soc.*, 2021, 366; L. CALVOSA, *La governance delle società quotate italiane nella transizione verso la sostenibilità e la digitalizzazione*, in *Riv. soc.*, 2022, 310 ss.

¹²⁴ S. ROSSI, *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2021, 107 ss. L’assunto alla base degli interventi del legislatore europeo pare quindi proprio quello per cui “il modello di investitore ragionevole sia oggi orientato ad integrare il fine del profitto con quello della sostenibilità, ossia possa essere al contempo ‘ragionevole’ e ‘responsabile’ o ‘prudente’ nel senso di considerare materiali anche i fattori ESG come parte rilevante dell’analisi finanziaria”: R. ROLLI, *Dalla Corporate Social Responsibility alla Sustainability, alla Environmental, Social and Governance*, in *Rivista di Corporate Governance*, 2022, 66 ss. Cfr. Considerando 14 della Direttiva UE 2017/828, ove si legge che “una delle leve che possono contribuire a migliorare *risultati finanziari e non finanziari delle società*, anche per quanto riguarda i *fattori ambientali, sociali e di governo*, in particolare ai sensi dei *principi di investimento responsabile* sostenuti dalle Nazioni Unite”. Cfr. A. PACCES, *Sustainable Corporate Governance: The Role of the Law in Sustainable Finance in Europe. Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, a cura di D. Bush, G. Ferrarini, S. Grunewald, 2021, Palgrave Macmillan, che divide in tre categorie le possibili versioni della CSR: a) *doing well by doing good* (gli investitori istituzionali sono disposti ad accettare minori guadagni oggi per evitare future perdite dovute al rischio di disastri finanziari, ambientali o sociali); b) *delegated philanthropy* (gli investitori sono guidati da ragioni etiche e chiedono agli emittenti di trasferire risorse agli *stakeholders*); c) *corporate philanthropy* (gli amministratori attuano politiche ESG senza tenere conto delle preferenze degli azionisti).

¹²⁵ Sulla scia del Piano d’Azione per finanziare la crescita sostenibile adottato dalla Commissione nel 2018 la cui *action 7* prevede espressamente la presentazione di una proposta finalizzata a “i) imporre esplicitamente agli investitori istituzionali e ai gestori di attività di integrare gli aspetti attinenti alla sostenibilità nel loro processo decisionale relativo agli investimenti e ii) aumentare la trasparenza nei confronti degli investitori finali riguardo al modo in cui integrano tali fattori di sostenibilità nelle loro decisioni di investimento, in particolare per quanto riguarda la loro esposizione ai rischi di sostenibilità”

¹²⁶ Principalmente al fine di evitare fenomeni di *greenwashing*, cioè la commercializzazione di prodotti finanziari che si definiscono *green*, ma non sono veramente tali, la SFDR avrebbe così introdotto una vera e propria tripartizione dei fondi

Alla luce di tale dato, è quindi chiaro che, secondo l'impostazione seguita dal legislatore europeo, l'implementazione dei fattori ESG nell'attività di *stewardship* non costituisce un fine in sé ma un obiettivo strumentale, una tecnica di gestione dell'investimento di cui l'investitore istituzionale si serve per eseguire correttamente il mandato ricevuto dai propri clienti¹²⁷. Fermo restando ciò, è tuttavia molto verosimile che tale normativa di trasparenza possa avere un impatto non irrilevante sui rapporti tra gestori di attivi e consiglio di amministrazione, in quanto i primi, da un lato, potrebbero farsi portatori delle preferenze dei propri clienti finali, dall'altro potrebbero essere spinti a chiedere conto agli amministratori (quantomeno) della corretta gestione di tutti quanti i rischi rilevanti per la massimizzazione del rendimento aggregato in un'ottica sistemica e di portafoglio¹²⁸.

Da più parti è stato tuttavia rilevato come una politica europea incentrata esclusivamente sul contributo degli investitori istituzionali a favore dello sviluppo sostenibile non sia sufficiente a causa dei noti problemi di azione collettiva e di conflitto di interessi che ne limiterebbero in misura rilevante l'efficacia¹²⁹. Inoltre, si deve rilevare che, per quanto riguarda l'impegno di promuovere la considerazione dei temi ESG negli emittenti partecipati, in alcuni Paesi si sarebbe assistito a un vero e proprio ritorno sui propri passi a opera di alcuni grandi attori del risparmio gestito (tra cui Blackrock)¹³⁰.

Ciò ha condotto il legislatore europeo ad abbandonare l'approccio *soft* in precedenza adottato¹³¹, concentrandosi invece sui doveri dell'organo amministrativo. Si è conseguentemente

comuni di investimento in: fondi che si limitano a gestire i rischi di sostenibilità (art. 6 SFRD), fondi *light green* (art. 8 SFRD) e fondi *dark green* (art. 9 SFRD): G. BALP-G. STRAMPELLI, *Institutional Investor ESG Engagement: The European Experience*, in *European Business Organization Law Review*, 2022, 878 ss.

¹²⁷ M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2021, 1359; G. STRAMPELLI, *La strategia dell'Unione europea*, cit., 373.

¹²⁸ Rimane ovviamente il problema di stabilire in che misura i gestori di attivi abbiano effettivamente gli incentivi a porsi quale cinghia di trasmissione delle preferenze dei clienti finali in materia ESG nelle politiche degli emittenti partecipati. Da questo punto di vista, un ruolo centrale deve essere riconosciuto al processo di standardizzazione dei prodotti finanziari e assicurativi avviato dal Parlamento europeo e dal Consiglio nel 2020 con l'approvazione del c.d. Regolamento Tassonomia (*Taxonomy Regulation* (EU) 2020/852) che ha come obiettivo quello di addivenire a un sistema di classificazione degli investimenti finanziari che si etichettano come sostenibili: A. PACCES, *Will the EU Taxonomy Regulation Foster Sustainable Corporate Governance?*, in *Sustainability*, 2021, 13 ss.; A. PACCES, *Sustainable Corporate Governance*, cit., 169 ss.

¹²⁹ V., oltre agli autori già citati in precedenza, F. DENOZZA-A. STABILINI, *Informazione non finanziaria e stakeholders empowerment*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati*, cit., 249 ss.; F. DENOZZA, *Lo scopo della società tra short-termism e stakeholder empowerment*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 29 ss., 52. A cui si aggiunge la circostanza che spesso gli interessi dei clienti finali dei gestori di attivi potrebbero essere contrari all'interesse degli *stakeholders*: G. HERTIG, *Governance by Institutional Investors in a Stakeholder World*, in *Oxford Handbook on Corporate Law and Governance*, cit., 830 ss.

¹³⁰ Basti considerare che, dopo varie prese di posizione nelle precedenti lettere a favore di una concezione delle politiche di investimento e di *stewardship* incentrata sui temi di sostenibilità, Larry Fink ha esplicitamente affermato, nell'ultima lettera ai CEO delle società partecipate, che d'ora in avanti sarà compito dei clienti decidere se Blackrock potrà perseguire o meno politiche ESG nei rapporti con gli emittenti: <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-annual-chairmans-letter>. Sulle ragioni di tale cambiamento di rotta, v. S. PIETRA ROSSI, *La lettera annuale di Larry Fink del 15 marzo 2023: sostenibilità e scelta del cliente*, in *Riv. soc.*, 2023, 265 ss.

¹³¹ P. MARCHETTI, *Il bicchiere mezzo pieno*, in *Riv. soc.*, 2021, 344 ss.

fatto ricorso, con la proposta di Direttiva sulla *corporate sustainability due diligence*¹³², alla previsione di specifici doveri di diligenza e di monitoraggio per il rispetto dei diritti umani, l'ambiente e la buona *governance* da parte dell'impresa stessa, del suo gruppo e di tutta la catena di valore. Secondo l'ultima versione della proposta, le grandi imprese e le imprese appartenenti a particolari settori saranno chiamate ad adottare una politica tesa a identificare e prevenire oppure attenuare o far cessare gli impatti negativi dell'attività esercitata dalla società sui diritti umani e sull'ambiente. A tale proposito, se è pur vero che nella versione approvata dal Consiglio nel novembre 2022¹³³ è stato espunto ogni riferimento all'obbligo degli amministratori di effettuare un adeguato bilanciamento tra gli interessi degli azionisti e quelli degli *stakeholders*¹³⁴, è ciononostante innegabile che un'eventuale responsabilità della società per mancata o insufficiente implementazione di una politica di *due diligence* non potrà che tradursi in una responsabilità degli amministratori per la violazione dei doveri inerenti alla loro carica¹³⁵.

A ben vedere, lo spostamento verso una prospettiva che valorizza i doveri degli amministratori è ben riassunto anche da quell'orientamento che tende a valorizzare la normativa europea in materia di informazioni non finanziarie (Direttiva 2014/95/UE e, adesso, Direttiva 2022/2464/UE) e il disposto dell'art. 2086, 2° comma, c.c.¹³⁶, nella formulazione risultante a

¹³² V. la Proposta per una Direttiva Europea in tema di “Corporate Sustainability Due Diligence” del 23 febbraio 2022. Su cui v. M. LIBERTINI, *Sulla proposta di Direttiva UE su “Dovere di diligenza e responsabilità delle imprese”*, in *Riv. soc.*, 2021, 325 ss.; M. STELLA RICHTER JR, *Corporate Sustainability Due Diligence: noterebbe semiserie su problemi serissimi*, in *Riv. soc.*, 2022, 714 ss.; L. ENRIQUES, *The European Parliament Draft Directive on Corporate Due Diligence and Accountability: Stakeholder-Oriented Governance on Steroids*, in *Riv. soc.*, 2021, 319 ss.; G. FERRARINI, *The EU Sustainable Governance Consultation and the Missing Link to Soft Law*, in *ECGI Law Working Paper N° 576/2021*, 2021; M. VENTORUZZO, *Note minime sulla responsabilità civile nel progetto di direttiva Due Diligence*, in *Riv. soc.*, 2021, 381.

¹³³ Proposta per una Direttiva Europea in tema di “Corporate Sustainability Due Diligence” del 30 novembre 2022.

¹³⁴ Com'è noto, due sono gli approcci che declinano lo sviluppo sostenibile quale scopo della grande impresa azionaria: 1) l'*enlightened shareholder value*, secondo cui nel processo di formazione delle decisioni gestorie si possono considerare gli interessi degli *stakeholder* solo nella misura in cui ciò sia strumentale alla creazione di valore *long-term* per gli azionisti. Si tratta di un approccio recepito a livello di diritto positivo dalla s. 172 del *Companies Act UK*, che indica una pluralità di fattori da considerare per il successo della società a beneficio degli azionisti (c.d. *shareholder welfare*); quello del c.d. *stakeholderism* di tipo “pluralistico” (nelle sue varianti, elaborate dalla nostra dottrina, dello stakeholderismo istituzionale o sistemico e dello stakeholderismo sociale o democratico) secondo il quale il perseguimento degli interessi degli *stakeholders* non è meramente strumentale alla massimizzazione dell'investimento dei soci, ma costituisce lo scopo delle scelte gestorie in sé e per sé. È un approccio che assegna all'organo amministrativo il potere-dovere di bilanciare “scopo lucrativo” e “beneficio comune”, e non quello di perseguire il secondo soltanto se e in quanto strumentale al primo. Su tali distinzioni v. F. DENOZZA, *Due concetti di stakeholderism*, in *Rivista ODC*, 2022, 37 ss.; L. CALVOSA, *Tutela degli stakeholders, sostenibilità, e nuova governance in ENI*, in *La nuova società quotata*, cit., 2022, 245 ss.; inquadra la suindicata distinzione declinandola sotto il profilo della responsabilità degli amministratori per *mala gestio* E. BARCELONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Riv. soc.*, 2022, 1 ss.;

¹³⁵ R. SACCHI, *L'impatto dei fattori ESG sui doveri degli amministratori di società quotate*, relazione tenuta in occasione del seminario organizzato dal Corso di Dottorato in Studi Giuridici Comparati ed Europei dell'Università di Trento, 15 giugno 2023.

¹³⁶ S. BRUNO, *Cambiamento climatico e organizzazione delle società di capitali a seguito del nuovo testo dell'art. 2086*, in *AGE*, 2020, 54 ss.; M. RESCIGNO, *Note sulle regole dell'impresa sostenibile. Dall'informazione non finanziaria all'informativa sulla sostenibilità*, in *AGE*, 2022, 181 ss.; S. BRUNO, *Dichiarazione non finanziaria e obblighi degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2018, 1012. Per la prospettiva ricostruttiva che, sulla base della nuova formulazione dell'art.

seguito delle modifiche introdotte dal c.d. Codice della Crisi (d.lgs. 14/2019), al fine di teorizzare l'esistenza in capo agli amministratori di un dovere di predisporre assetti organizzativi adeguati a monitorare e gestire correttamente i rischi legati alla sostenibilità nella sua dimensione esterna (rischio climatico, rischio sociale, rischio fisico etc.).

La strategia incentrata sui doveri e sulle responsabilità degli amministratori non è tuttavia esente da critiche, soprattutto se si dovesse aderire a quell'orientamento che, argomentando dai più recenti sviluppi che hanno riguardato il panorama normativo europeo, ritiene – già *de iure condito* – legittima una scelta gestoria che sacrifichi gli interessi degli azionisti, con conseguente redistribuzione della ricchezza prodotta dall'attività d'impresa a favore di una o più categorie di *stakeholders*¹³⁷. Tra le molte, l'obiezione che probabilmente coglie di più nel segno è quella che fa leva sull'impossibilità di ricavare dalla generica formula della sostenibilità, nelle sue varie e multiformi declinazioni, criteri alla stregua dei quali valutare – sotto l'aspetto strettamente giuridico – la condotta degli amministratori, laddove gli stessi decidano di funzionalizzare una o più decisioni gestorie al perseguimento di politiche di sostenibilità, ed eventualmente ascrivere agli stessi una responsabilità *ex artt.* 2392 ss. in presenza di un danno emergente o del lucro cessante¹³⁸.

2086 c.c., funzionalizza l'obbligo degli amministratori di predisporre assetti adeguati alla *sostenibilità* (semberebbe *interna*) dell'attività d'impresa nel tempo, allo scopo di garantirne la sopravvivenza anche “di fronte a congiunture particolari o nuove sul piano della capacità di assorbimento delle strutture e degli uffici, variazioni della domanda in difetto o in eccesso (con difficoltà del personale a fronteggiare i vari compiti implicati), eventi straordinari e via dicendo” v. E. GINEVRA-C. PRESCIANI, *Il dovere di istituire assetti adeguati ex art. 2086 c.c.*, in *NLCC*, 2019, 1232.

¹³⁷ Per tutti, v. M. CIAN, *Sulla gestione sostenibile e i poteri degli amministratori: uno spunto di riflessione*, in *ODC*, 2021, 1145.

¹³⁸ E invero, come è possibile ricavare anche attraverso la comparazione con ordinamenti diversi rispetto a quello italiano, le prescrizioni normative che chiedono agli amministratori di “avere riguardo a” (sec. 172 *Companies Act UK* del 2006) o di “prendere in considerazione” (1833 *Code civil*, nella versione introdotta dalla *Loy Pacte*) gli interessi degli *stakeholders* non danno alcuna indicazione né circa gli obiettivi da perseguire né circa la condotta gestoria che il legislatore si aspetta degli amministratori in relazione alla cura di tali interessi. Allo stesso modo, formule come quelle di “long-term”, “sostenibilità”, “ESG”, non sono per loro natura in grado di fornire una gerarchia di valori sulla cui base valutare in un'ottica comparativa e “controfattuale” le scelte degli amministratori che prediligano uno tra i molteplici, e spesso conflittuali, interessi implicati in una determinata decisione imprenditoriale: L. CALVOSA, *La governance delle società quotate italiane*, cit. 316; P. MONTALENTI, *Il nuovo Codice di Corporate Governance*, in *Rivista di Corporate Governance*, 43 ss. È interessante notare come tra gli studiosi di diritto privato sia diffusa l'affermazione secondo cui i diversi *trade-off* di fronte ai quali si trova l'interprete nella declinazione del principio di sostenibilità ne impediscono l'applicazione diretta secondo il meccanismo della c.d. *Drittwirkung*, postulando tali scelte valoriali un intervento diretto da parte del legislatore quale organo espressione della volontà popolare: v. C. CAMARDI, *Brevi riflessioni sull'argomentazione per principi nel diritto privato*, in *Riv. dir. civ.*, 2017, 1130 ss., la quale sottolinea che “fra le norme costituzionali che potenzialmente potrebbero essere richiamate in applicazione diretta, certamente alcune sono insuscettibili di costituire la premessa maggiore di un sillogismo giudiziario senza la previa determinazione della fattispecie applicativa. Ciò va detto, a scanso di equivoci, a proposito degli artt. 41 e 42 Cost. concernenti la regolazione dell'iniziativa economica e la funzione sociale della proprietà, ove espressamente il legislatore è richiamato come soggetto responsabile alla realizzazione dell'utilità e della funzione sociale dell'una e dell'altra, e rispetto ai quali perciò l'applicazione da parte del giudice ordinario in una controversia nella quale l'attore invochi l'una o l'altra norma per sindacare un certo esercizio dell'attività economica o un certo uso dei beni da parte dei proprietari davvero si atterrebbe come usurpazione del potere legislativo e della prerogativa del parlamento di operare la ponderazione di interessi”. Compiendo un ulteriore passaggio logico, se ne potrebbe trarre la conclusione che, in assenza di tale intervento, ossia

Come sarà meglio approfondito di seguito, di fronte al potenziamento della discrezionalità degli amministratori e al conseguente pericolo di una loro minore *accountability*, che probabilmente richiederebbero una complessiva rimeditazione del sistema di *corporate governance* su cui si è retta fino ad ora la società per azioni quotata¹³⁹, maggiore attenzione dovrebbe essere dedicata non alla definizione degli scopi società azionaria, ma ai meccanismi di partecipazione ai processi decisionali attraverso cui quegli obiettivi vengono perseguiti dagli amministratori, allo scopo ultimo di incanalare la discrezionalità entro limiti ben definiti. Da qui l'importanza della predisposizione di regole procedurali che stabiliscano *ex ante* gli strumenti e le tempistiche di coinvolgimento degli azionisti (e, forse, degli *stakeholders*) nelle dinamiche deliberative del consiglio di amministrazione.

negli spazi lasciati liberi dal legislatore, il bilanciamento tra i vari interessi che integrano le differenti dimensioni della sostenibilità non può che spettare al consiglio di amministrazione quale soggetto deputato a decidere le concrete modalità di attuazione dell'iniziativa economica di cui i soci sono titolari.

¹³⁹ Tra i "controlimiti" all'incremento del potere discrezionale degli amministratori un qualche ruolo potrebbe essere attribuito all'introduzione di meccanismi di partecipazione degli *stakeholders* ai processi decisionali dell'impresa. Bisogna, tuttavia, considerare che tra tutte le misure in astratto ipotizzabili per garantire un coinvolgimento diretto degli *stakeholders* nella formazione delle decisioni di spettanza del consiglio di amministrazione non tutte possiedono lo stesso grado di compatibilità con i vincoli di sistema, sia sotto il profilo dell'incidenza sugli elementi tipologici del modello azionario sia sotto quello della necessità di garantire l'efficienza dell'azione gestoria (v. M. CIAN, *Clausole statutarie per la sostenibilità d'impresa: spazi, limiti e implicazioni*, in *Riv. soc.*, 2021, 480 s. e 490 ss.).

Certamente non auspicabile è l'attribuzione agli *stakeholders* del potere di nominare propri rappresentanti all'interno del consiglio di amministrazione, sul modello della *Mitbestimmung* di origine germanica (orientati in questo senso sono, per le società *benefit*, E. CODAZZI, *Società benefit (di capitali) e bilanciamento degli interessi: alcune considerazioni sull'organizzazione interna*, in *ODC*, 2020, 606 ss. e, per le s.p.a. non *benefit*, F. DENOZZA, *Il conflitto di interessi tra soci e altri stakeholders*, in *Il conflitto di interessi e interessi in conflitto in una prospettiva interdisciplinare*, a cura di Sacchi, 482 ss.; *contra* M. CIAN, *Clausole statutarie per la sostenibilità d'impresa: spazi, limiti e implicazioni*, cit., 498). Contro tale soluzione militano diversi argomenti sia di ordine pratico che sistematico. Innanzitutto, e similmente a quanto osservato dalla dottrina tedesca, l'assegnazione di seggi consiliari a una o più categorie di *stakeholders* può causare gravi rallentamenti nei processi decisionali del consiglio di amministrazione; circostanza dovuta principalmente all'attribuzione del diritto di voto a soggetti portatori di interessi particolari, potenzialmente in conflitto con quello degli azionisti e, persino, con quelli delle altre categorie di *stakeholders* (così, K. HOPT-R. VEIL, *Gli stakeholders nel diritto azionario tedesco: il concetto e l'applicazione. Spunti comparatistici di diritto europeo e statunitense*, in *Riv. soc.*, 2020, 949 ss.; V. CALANDRA BUONAURA, *Responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori*, in *La responsabilità sociale dell'impresa. In ricordo di Giuseppe Auletta*, a cura di Di Cataldo e Sanfilippo, Torino, 2013, 113. In secondo luogo, risulta difficile individuare il soggetto nel cui interesse l'amministratore sarebbe chiamato a esercitare il diritto di voto: la società? Tutti gli *stakeholders*? Soltanto i portatori di interessi che in concreto lo hanno nominato? In terzo luogo, e questo sembra essere l'argomento decisivo, entra in gioco la considerazione di ordine sistematico secondo cui, poiché il rischio di impresa (*sub specie* di rischio di perdere il conferimento eseguito) grava sui soci, è ad essi che devono essere riservati i poteri di "nominare e revocare gli amministratori, agire in responsabilità nei loro confronti, deliberare lo scioglimento della società", pena l'alterazione dei connotati tipologici della partecipazione azionaria (U. TOMBARI, *Lo statement della Business Roundtable sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, a cura di Perrone, in *ODC*, 2019, 601 (da cui è tratto il virgolettato); M. MAUGERI, "Pluralismo" e "monismo" nello scopo della s.p.a. (glosse a margine del dialogo a più voci sullo Statement della Business Roundtable), in *ODC*, 637 ss., che però giunge a ipotizzare un contrasto del modello della cogestione con l'ordinamento costituzionale italiano. Tale risultato interpretativo non appare condivisibile, basti considerare che quantomeno l'attribuzione in via legislativa ai lavoratori di una rappresentanza all'interno del consiglio di amministrazione troverebbe un sicuro appiglio normativo, oltre che negli artt. 9 e 41 Cost, anche nell'art. 46 Cost, ai sensi del quale "la Repubblica riconosce il diritto dei lavoratori a collaborare, nei modi e nei limiti stabiliti dalle leggi, alla gestione delle aziende")

CAPITOLO TERZO

SEZIONE I

SOMMARIO: 1. L'individuazione del contenuto dei principi di corretta amministrazione – 2. La possibilità di ricondurre la politica del dialogo all'interno della categoria degli assetti organizzativi adeguati – 3. Il dovere degli amministratori di consultare i soci rilevanti alla luce della disciplina sui c.d. market soundings - 4. (Segue) Le indicazioni provenienti dall'autodisciplina e dalle norme di vigilanza bancaria – 5. La presentazione della lista dei candidati alla carica di amministratore da parte del consiglio di amministrazione uscente – 6. La consultazione degli investitori istituzionali tra funzione compositoria del metodo collegiale e individuazione dei presupposti di applicabilità della business judgement rule

1. L'INDIVIDUAZIONE DEL CONTENUTO DEI PRINCIPI DI CORRETTA AMMINISTRAZIONE

Tra le maggiori novità introdotte dalla riforma societaria del 2003 deve certamente essere annoverata l'introduzione dei principi di corretta amministrazione, prima previsti soltanto nella disciplina speciale dedicata alle società quotate (149 TUF), quale paradigma generale a cui gli amministratori di società per azioni devono ispirare la propria condotta (art. 2403, 1° comma, c.c.)¹. Tale clausola, insieme a quella dell'adeguatezza degli assetti organizzativi², che della

¹ P. MONTALENTI, *Gli obblighi di vigilanza nel quadro dei principi generali sulla responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, a cura di G.B. Portale e P. Abbadessa, II, Torino, 2006, 840. A dire il vero i principi di corretta amministrazione vengono assunti dal legislatore della riforma quale parametro di riferimento degli obblighi di vigilanza del collegio sindacale. Tale scelta è stata da più parti criticata, rilevandosi come l'obbligo di improntare la propria condotta ai principi di corretta amministrazione non può che riguardare coloro che gestiscono l'attività d'impresa, cioè gli amministratori (M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005, 22); invero, agli amministratori "quali detentori in via esclusiva del potere gestorio (art. 2380-bis, 1° comma, c.c.) spetta porre in essere le decisioni e le attività che costituiscono un *a priori* logico ed operativo rispetto all'attività di vigilanza svolta dall'organo di controllo" (così, G. MERUZZI, *L'informativa endo-societaria nelle società per azioni*, in *Contratto e impresa*, 2010, 763).

² Per la verità, secondo la dottrina più autorevole, il dovere di predisporre assetti organizzativi adeguati poteva già essere desunto, prima dell'intervento riformatore del 2003, dal genere dovere di diligenza (art. 2392 c.c.): V. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, in *Trattato di Diritto Commerciale*, fondato da V. Buonocore, diretto da R. Costi, Sez. IV, Tomo 4, Torino, 2019, 293.

prima costituisce pur sempre una specificazione³, può senza alcun dubbio considerarsi l'architrate su cui si regge la moderna struttura del diritto societario⁴. Accanto a tali clausole generali, quasi a voler bilanciare l'avvenuto accentramento in capo all'organo amministrativo del potere esclusivo di gestione dell'impresa, l'intervento riformatore ha previsto per la prima volta una serie di regole attraverso cui si dipana l'attività del consiglio di amministrazione; norme volte essenzialmente a "procedimentalizzare" l'assunzione delle decisioni e a rendere possibile una migliore ricostruzione *ex post* delle responsabilità degli amministratori in caso di *mala gestio* (artt. 2381, 2391, 2391-*bis*, 2497-*ter*)⁵.

Come la dottrina più autorevole non ha mancato di sottolineare, da tale acquisita centralità a livello sistematico discende, come conseguenza diretta ed immediata, che non vi sono più dubbi su quale sia il criterio alla stregua del quale determinare il contenuto dei doveri degli amministratori di società per azioni: non più il criterio della diligenza, che torna a ricoprire il ruolo, ad esso proprio, di mero parametro di valutazione dell'esattezza della prestazione gestoria, ma i principi di corretta amministrazione⁶. Questo significa che alla determinazione del concreto statuto normativo applicabile agli amministratori di società per azioni (e all'organo investito della funzione di controllo) concorrono non soltanto i doveri *specifici*⁷ di volta in volta previsti dalla legge, ma anche un ampio reticolato di prescrizioni, ricavabili secondo alcuni dalle scienze

³ G. MERUZZI, *L'adeguatezza degli assetti*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi. Nella corporate governance delle società di capitali*, diretto da M. Irrera, Bologna, 2016, 42.

⁴ P. MONTALENTI, *I principi di corretta amministrazione: una nuova clausola generale*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, cit., 4.

⁵ A. ZANARDO, *La ripartizione delle competenze in materia di assetti organizzativi in seno al consiglio di amministrazione*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, cit., 250.

⁶ M. IRRERA, *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni tra vecchie e nuove clausole generali*, in *RDS*, 2011, 361 s.; A. ZANARDO, *Delega di funzioni e diligenza degli amministratori nella società per azioni*, Padova, 2020, 42, ove si legge "In realtà, a dispetto delle espressioni comunemente utilizzate, la diligenza non costituisce il contenuto dell'obbligazione dell'amministratore, *rectius* l'oggetto di uno degli obblighi che gli derivano dal conferimento dell'incarico in seno alla società"; G. MERUZZI, *L'informativa endo-societaria*, cit., 764. Occorre inoltre distinguere tra dovere di correttezza (artt. 1175 e 1375 c.c.) e dovere di corretta amministrazione. Entrambi, infatti, sembrano configurare due clausole generali autonome e distinte, ponendosi la prima sul piano della rispondenza della condotta degli amministratori all'interesse dei soci, mentre la seconda su quello dell'attuazione di modalità di organizzazione e di gestione dell'impresa che rispecchino il paradigma del buon amministratore (p. 767). *Contra* M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati*, cit., 63.

⁷ Per la distinzione tra obblighi a contenuto generico e obblighi a contenuto specifico v. F. BONELLI, *Gli obblighi e la responsabilità degli amministratori*, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di G.E. Colombo e G.B. Portale, Vol. IV, Torino, 324, 1991, 323 s.

aziendalistiche⁸, secondo altri da fonti di *hard law*⁹ o di *soft law*¹⁰, e relative “alle modalità di organizzazione e di svolgimento dell’attività d’impresa”¹¹.

Il dovere degli amministratori, a contenuto necessariamente generico, di gestire correttamente l’impresa, trova poi nell’obbligo di predisporre assetti organizzativi adeguati la sua principale forma di manifestazione¹². Tra i due concetti esiste un legame molto stretto, in quanto un’amministrazione corretta, specie nelle realtà di più rilevanti dimensioni, certamente presuppone l’adozione di un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato¹³. Di ciò è conferma quell’orientamento che, a seguito dell’acquisita valenza transtipica dell’obbligo di istituire assetti adeguati (art. 2086, 2° comma, c.c.), esclude che il parametro della dimensione dell’impresa possa incidere sull’*an* dell’adozione dei presidi organizzativi, potendo avere una qualche rilevanza solamente nella graduazione del *quomodo* di adempimento. Deve pertanto ritenersi obbligatoria, anche per le imprese di più modeste dimensioni, la dotazione di una qualche forma di distribuzione delle funzioni a livello di organizzazione aziendale e di registrazione dei fatti di gestione¹⁴.

Nelle società quotate, poi, l’obbligo di predisporre assetti adeguati acquista una particolare pregnanza, data la complessità organizzativa e operativa della grande impresa

⁸ G. MERUZZI, *Rilievi parasistemati sul fondamento e sui limiti di costituzionalità delle clausole generali nel diritto societario*, in AA. VV., *Studi in onore di Maurizio Pedrazzo Gorlero*, I, *I diritti fondamentali fra concetti e tutele*, ESI, Napoli, 2014, 473 ss.; S. FORTUNATO, *Codice della crisi e Codice civile: impresa, assetti organizzativi e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2019, 952 ss.; ID, *Il “sistema dei controlli” e la gestione dei rischi (a quindici anni dal T.U.F.)*, in *Riv. soc.*, 2015, 257, per il quale la clausola generale avente ad oggetto il dovere di predisporre assetti organizzativi adeguati andrebbe concretizzata alla luce di “moduli e modelli organizzativi approntati e approntabili da regole aziendalistiche, di per sé esterne al dato normativo, ma giuridicizzate per effetto del richiamo tramite clausola generale”; M. MOZZARELLI, *Appunti in tema di rischio organizzativo e procedimentalizzazione dell’attività imprenditoriale*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*. Liber amicorum Antonio Piras, Torino, 2010, 736 s.

⁹ M. RABITTI, *Rischio organizzativo e responsabilità degli amministratori. Contributo allo studio dell’illecito civile*, Milano, 2004, 57 ss.

¹⁰ M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati*, cit., 93 ss.; G. MERUZZI, *L’adeguatezza degli assetti*, cit., 50 ss., che propone di utilizzare come fonti integrative il Codice di Autodisciplina (per le società quotate) e i principi elaborati dalle associazioni professionali (per le società non quotate). Con riguardo ai principi elaborati dal Consiglio Nazionale dei dottori commercialisti per delineare gli obblighi del collegio sindacale v. C. AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e business judgment rule*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 648 ss.

¹¹ G. MERUZZI, *L’informativa endo-societaria*, cit., 766. Fanno eccezione le società operanti nei c.d. settori regolamentati, dove l’intervento regolamentare dell’Autorità di Vigilanza si è tradotto nella previsione di penetranti obblighi di organizzazione dell’attività (sul punto v. A. MINTO, *Assetti organizzativi adeguati e governo del rischio nell’impresa bancaria*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 1165 ss. In relazione al settore assicurativo, si v. A. LONGO, *Gli assetti in ambito assicurativo*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, cit., 707 ss.).

¹² M. IRRERA, *Gli obblighi degli amministratori*, cit., 363.

¹³ cfr. I. KUTUFÀ, *Adeguatezza degli assetti e responsabilità gestoria*, in *Amministrazione e controllo*, cit., Torino, 2010, 712, “il perseguimento dei principi di corretta amministrazione, elevati dalla riforma a clausola generale di comportamento dei gestori...dipende, pertanto, anche dall’adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili e dal loro concreto funzionamento”.

¹⁴ Tuttavia, per quanto riguarda le società di capitali, appare opportuno evitare di assegnare reale portata innovativa alla disposizione riformata: M. IRRERA, *La collocazione degli assetti organizzativi e l’instestazione del relativo obbligo (tra Codice della Crisi e bozza di decreto correttivo)*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2020, 119 ss.; C. AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e business judgment rule*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 651.

azionaria. Se si è disposti ad adottare un certo grado di approssimazione, si potrebbe dire che la funzione del consiglio di amministrazione di società quotata si riduce, dal punto di vista statico, a quella di organizzazione degli assetti (sistema di controllo interno, flussi informativi, sistema amministrativo e contabile) e, dal punto di vista dinamico, a quella di successiva supervisione sul loro concreto funzionamento¹⁵, posto che gli amministratori non esecutivi sono esclusi dalla gestione dell'impresa e che la stessa attività riservata all'amministratore delegato si risolve spesso in un *controllo-verifica* di secondo grado sull'attuazione delle direttive impartite ai livelli gerarchici inferiori¹⁶.

Da qui la tradizionale constatazione della *strumentalità diretta* del criterio di adeguatezza, *sub specie* di messa a punto di un adeguato sistema informativo endosocietario, rispetto al corretto adempimento del dovere di agire in modo informato (art. 2381, ult. co.), altra novità introdotta dal d.lgs. 6/2003¹⁷. Dimodoché l'adeguatezza degli assetti e l'istituzione di un meccanismo in grado di assicurare flussi informativi completi e tempestivi assumono, nel complessivo sistema di *corporate governance* disegnato dal legislatore della riforma, il rango di strumenti necessari per l'esatto adempimento, da parte di ciascun amministratore, del dovere di corretto esercizio del potere discrezionale di gestione¹⁸. Fermo restando che la prescrizione di vincoli interni al potere di organizzazione degli amministratori svolge anche la funzione di rendere sostenibile, almeno dal punto di vista finanziario, l'attività d'impresa, con inevitabili ricadute di tutela dei terzi che entrano in contatto con la stessa. In questo senso andrebbe letta l'espressa connotazione in senso funzionale compiuta dall'art. 2086, 2° comma, cc.¹⁹.

¹⁵ M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati*, cit., 76 s.

¹⁶ Nella grande impresa moderna, infatti, "il *potere di amministrazione*, sia pure gerarchicamente organizzato, è fortemente articolato e diffuso, per cui ben si può affermare che la "direzione suprema degli affari" si estrinseca, da un lato, in linee direttrici generali, dall'altro nella verifica dell'efficienza e dell'efficacia dell'azione di altri soggetti (organi delegati, alta dirigenza, managers, responsabili di settore, amministratori di società controllate ecc.): così, P. MONTALENTI, *La corporate governance nella società per azioni: profili generali*, in *Trattato delle società*, a cura di V. Donativi, tomo II, *Società per azioni*, Torino, 2022, 200.

¹⁷ G. BARBARA, *Flussi informativi endoconsiliari e interorganici*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2022, 424 ss.

¹⁸ G. MERUZZI, *Il dovere degli amministratori di agire in modo informato e l'organizzazione interna della società per azioni*, in *Le clausole generali nel diritto societario*, a cura di G. Meruzzi e G. Tantini, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto dell'economia*, 2011, Padova, 125, "il criterio di adeguatezza degli assetti assume la funzione di dovere/mezzo rispetto all'agire informato, nel senso che, rispetto al dovere/fine dell'agire informato, in sé considerato, gli assetti adeguati costituiscono un elemento prodromico necessario. A loro volta entrambi i doveri di agire in modo informato e di predisporre assetti adeguati sono funzionali, rispetto allo statuto informativo previsto per il tipo Spa, all'adempimento, sotto il profilo statico del sovraordinato dovere di corretta amministrazione"; P. MONTALENTI, *L'informazione e il diritto commerciale: principi e problemi*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, 782 ss.; A. CAPRARA, *I principi di corretta amministrazione. Struttura, funzione, rimedi*, Torino, 2021, 131.

¹⁹ Cfr. E. GINEVRA-C. PRESCIANI, *Il dovere di istituire assetti adeguati ex art. 2086*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2019, 1230; I. POLLASTRO, *Organizzazione della gestione di vertice e autonomia privata*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2021, 1882, che però giunge alla conclusione – non condivisibile – che tale sarebbe l'esclusiva funzione dell'obbligo previsto dall'art. 2086 c.c.

Quanto al contenuto del dovere in esame, ai fini del presente lavoro è sufficiente richiamare la dottrina che si è occupata del tema. In generale, può rilevarsi che sussiste un ampio consenso sul fatto che gli assetti organizzativi consistano negli “aspetti statico-strutturali dell’organizzazione dell’impresa, nel senso della configurazione di funzioni e competenze (funzionigramma), poteri e responsabilità (organigramma) delle strutture aziendali e, soprattutto, di meccanismi di coordinamento tra queste”. Tali assetti “si contrappongono, poi, a quelli amministrativi, che farebbero, invece, riferimento alla dimensione dinamico-funzionale dell’organizzazione, ossia alla formalizzazione delle procedure e dei processi atti ad assicurare il corretto e ordinato svolgimento dell’attività aziendale e delle sue singole fasi”²⁰. Da tale definizione emerge con tutta evidenza un duplice dato: a) la concentrazione dell’obbligo di *organizzazione e procedimentalizzazione* dell’attività nella dimensione della *governance* interna²¹; b) il suo riferirsi, in base alla ricostruzione fino ad ora dominante in dottrina, tipicamente all’impresa e alla sua articolazione strutturale e funzionale²².

Sotto il profilo della distribuzione delle competenze all’interno del consiglio di amministrazione, è sin troppo noto come spetti agli organi delegati curare che l’assetto organizzativo, amministrativo e contabile sia adeguato, tenuto conto delle specificità dell’impresa esercitata (dimensione, contesto regolamentare in cui essa opera, iniziale dotazione patrimoniale, oggetto sociale, grado di apertura al mercato del capitale di rischio etc.)²³, mentre costituisce prerogativa del consiglio di amministrazione quella di valutare, “sulla base delle informazioni ricevute”, l’apparato predisposto dai primi (2381, 5° comma, c.c.). Alla fase statica fa dunque seguito la fase dinamica, in cui il consiglio di amministrazione è chiamato a valutare, giorno per giorno e in via continuativa, gli assetti predisposti nel loro concreto funzionamento (art. 2403 c.c.)²⁴.

Mentre la riserva del momento valutativo in capo al *plenum* non potrebbe formare oggetto di rinuncia, stante la necessità di prevedere adeguati meccanismi di *check and balance*²⁵, la

²⁰ Così, I. POLLASTRO-O. CAGNASSO *Organizzazione della gestione di vertice ed autonomia privata*, in *La libertà d’impresa*, XII Convegno annuale dell’Associazione italiana dei professori universitari di Diritto Commerciale “Orizzonti del Diritto Commerciale”, Roma 17-18 settembre 2021, 3; ASSONIME, *Le nuove regole societarie sull’emersione anticipata della crisi d’impresa e gli strumenti di allerta*, circolare n. 19 del 2 agosto 2019, 21; M. DE MARI, *Gli assetti organizzativi societari*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, cit., 30; V. BUONOCORE *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull’art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giur. comm.*, I, 2006, 19 ss.

²¹ G. MERUZZI, *L’adeguatezza degli assetti*, cit., 48.

²² Cfr. E. GINEVRA-C. PRESCIANI, *Il dovere di istituire assetti adeguati ex art. 2086*, cit., 1227, che con riguardo alla formulazione dell’art. 2086 c.c. osservano “non pare potersi revocare in dubbio che il nuovo art. 2086 imponga la previa definizione e la successiva implementazione di regole organizzative interne che scandiscano lo svolgimento dell’attività d’impresa programmata: il che implica, in sostanza, determinare chi fa cosa e come lo debba fare”.

²³ A. ZANARDO, *La ripartizione delle competenze in materia di assetti organizzativi*, cit., 260.

²⁴ G. MERUZZI, *L’adeguatezza degli assetti*, cit., 66.

²⁵ A. ZANARDO, *La ripartizione delle competenze in materia di assetti organizzativi*, cit., 264.

regola che attribuisce all'amministratore delegato il potere di conformare in concreto gli assetti organizzativi non possiede analogo carattere imperativo, potendo quindi essere soggetta a deroga tramite previsione statutaria²⁶.

Come si vedrà in seguito, la scelta del legislatore di ribadire la posizione di supremazia gerarchica del *plenum* rispetto agli organi delegati deve essere giudicata positivamente nella misura in cui apre la strada a forme di più o meno intensa condivisione del relativo potere con l'amministratore delegato. Invero, la specificità del tema che ci occupa sconsiglia di assegnare agli organi delegati una posizione di primazia nella predisposizione e nella concreta implementazione della politica del dialogo, inerendo tale materia alle prerogative che la legge e l'autoregolamentazione riservano al consiglio di amministrazione di società quotata.

Del pari, sempre con riguardo al tema oggetto della presente indagine, si dovrà tenere conto dei doveri e delle responsabilità che la legge ascrive al collegio sindacale in punto di vigilanza sull'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla società e sul suo concreto funzionamento. Com'è noto, infatti, secondo il disposto degli artt. 2403 c.c. e (per le società quotate) 149 TUF, l'attività di controllo del collegio sindacale deve appuntarsi tanto sulla fase genetica degli assetti, dove oggetto di verifica è la conformità delle soluzioni e dei modelli organizzativi adottati dagli amministratori alle norme di legge e di regolamento, nonché ai principi di corretta amministrazione (ivi inclusi quelli di adeguatezza e di proporzionalità degli assetti predisposti rispetto alle caratteristiche della singola società), quanto sulla fase della loro effettiva implementazione²⁷. Qui l'attività di controllo dei sindaci possiede natura bifasica, avendo ad oggetto: a) la verifica circa il rispetto da parte degli amministratori del *dovere di valutazione continua* della concreta idoneità dell'assetto predisposto a rilevare prontamente i rischi (ad esempio, il rischio di divulgazione di informazioni privilegiate); b) il controllo sull'assunzione delle *idonee iniziative* dirette a eliminare le inadeguatezze riscontrate²⁸.

Peraltro, come si vedrà in seguito, l'allargamento dell'attività di vigilanza dell'organo di controllo alle iniziative relative alla politica del dialogo con gli azionisti più significativi pare costituire un ulteriore argomento a supporto della tesi, già sostenuta in dottrina con riguardo alle

²⁶ P. ABBADESSA, *Profili tipici della nuova disciplina della delega amministrativa*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gianfranco Campobasso*, Torino, 2007, 496 ss.

²⁷ Si tratta peraltro di un'attività di controllo dalla natura non *meramente censoria* ma dotata anche di una funzione *preventiva e collaborativa*, essendo diretta a promuovere le opportune correzioni prima che la decisione degli amministratori venga adottata, senza trasudare nella valutazione del merito gestorio (v. L. SCHIUMA, *La disciplina dell'organo societario di controllo e il sistema dei controlli interni*, in *Il Testo Unico finanziario*, cit., 2064 s.; P. SFAMENI, 2403, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, cit., 1570).

²⁸ Cfr. M. HOUBEN, *Articolazione dell'organo amministrativo e assetti organizzativi adeguati: il ruolo del Codice di Corporate Governance*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, 733.

procedure che trovano applicazione in occasione di operazioni con parti correlate²⁹, che riconduce all'interno dei doveri di controllo dei sindaci non solo la vigilanza sugli aspetti di c.d. *governance* interna ma anche quella sulla c.d. *governance* esterna, vale a dire le iniziative, i processi, le regole adottate a livello apicale dal consiglio di amministrazione per assicurare la corretta gestione.

2. LA POSSIBILITÀ DI RICONDURRE LA POLITICA DEL DIALOGO ALL'INTERNO DELLA CATEGORIA DEGLI ASSETTI ORGANIZZATIVI

Come è stato appena chiarito, gli amministratori di società per azioni sono titolari, in via esclusiva³⁰, del potere-dovere di configurare l'apparato organizzativo che, sulla base delle circostanze rilevanti nel caso di specie, appaia come il più adatto per lo svolgimento dell'attività d'impresa. Da questo punto di vista, si potrebbe essere tentati di pensare che le funzioni degli amministratori in materia di conformazione e costante aggiornamento degli assetti organizzativi esauriscano la propria rilevanza sul piano dell'impresa (c.d. *governance* interna)³¹, senza poter interferire sul diverso piano dell'organizzazione sociale e dei processi decisionali che governano l'attività dei suoi organi³². Secondo un certo orientamento, infatti, ancora ben rappresentato in dottrina³³, il canone di adeguatezza degli assetti organizzativi, con tutto ciò che ne deriva in termini di doverosità della condotta degli amministratori, potrebbe trovare applicazione soltanto con riguardo alle regole di organizzazione dell'organismo produttivo (procedure, processi aziendali), non avendo alcuno spazio operativo nel diverso ambito della funzionalità degli assetti organizzativi di vertice.

²⁹ M. HOUBEN, *La responsabilità dei sindaci di società quotata per omessa vigilanza sulle operazioni con parti correlate. La verifica sull'adeguatezza delle procedure e sulla correttezza dei singoli affari: il difetto di indipendenza dell'advisor*, nota a Cass., 10 luglio 2020, n. 14708, in *BBTC*, 2021, 692.

³⁰ In precedenza, l'art. 377 del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza aveva in apparenza conferito portata transtipica al principio di esclusiva competenza degli amministratori in materia di gestione, fino ad allora valido soltanto per le s.p.a. (art. 2380-*bis*). Successivamente però era intervenuto il c.d. Decreto correttivo (d.lgs. 26 ottobre 2020 n. 147), il quale aveva specificato come la riserva di competenza andasse riferita esclusivamente alla predisposizione degli assetti adeguati. Per una sintesi del dibattito dottrinale a cui la novella aveva dato origine v. A. MIRONI, *Assetti organizzativi, riparti di competenze e modelli di amministrazione: appunti alla luce del "decreto correttivo" al Codice della crisi e dell'insolvenza*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 183 ss.

³¹ Secondo l'espressione utilizzata da G. MERUZZI, *L'informativa endo-societaria*, cit., 738.

³² M. IRRERA, *Gli obblighi degli amministratori*, cit., 364, che distingue la dimensione interna dell'organizzazione dell'impresa dal concetto di c.d. *governance* esterna; concetto che sarebbe più ampio di quello di organizzazione sociale, in quanto ricomprenderebbe anche "la struttura proprietaria, il mercato del controllo, il ruolo del debito e del capitale".

³³ M. IRRERA, *La collocazione degli assetti organizzativi e l'instaurazione del relativo obbligo*, cit., 134 s. E. GINEVRA, *Tre questioni applicative in tema di assetti adeguati nella s.p.a.*, in *BBTC*, 2021, I, 552 ss., G. FERRI JR-M. ROSSI, *La gestione dell'impresa organizzata in forma societaria*, in *La società a responsabilità limitata*, cit., 583 s.

Vi è da dire, tuttavia, che negli ultimi anni la *corporate governance* delle società quotate è andata incontro a un processo di evoluzione che ha condotto alla sempre maggiore confusione e reciproca influenza tra i due piani: quello degli assetti societari e quello degli assetti d'impresa³⁴. È evidente, infatti, che quasi tutte le più importanti scelte “di vertice” o, secondo la terminologia attualmente più diffusa, di *governance*, pur essendo riservate alla competenza dell'assemblea dei soci, possiedono l'intrinseca capacità di incidere sull'efficienza della gestione e dei controlli interni: dall'adeguatezza della dotazione di capitale³⁵, passando per il sistema di amministrazione e controllo, fino ad arrivare alla stessa composizione del consiglio di amministrazione che, stando ai più recenti orientamenti della normativa di settore e dell'autodisciplina, è chiamato a uniformarsi a canoni di professionalità e di *diversity* (diversità di competenze, di età, di provenienza geografica, di genere), quale preconditione essenziale per poter gestire correttamente e secondo criteri di efficienza l'impresa³⁶.

Il punto, che già era stato preso in considerazione nelle Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche³⁷, è stato adesso valorizzato anche dall'autodisciplina italiana. Il nuovo Codice di Corporate governance raccomanda al consiglio di amministrazione di “defini(re) il sistema di governo societario più funzionale allo svolgimento dell'attività d'impresa e al perseguimento delle sue strategie” (Principio III). Ma vi è di più: il consiglio di amministrazione è espressamente invitato ad attivarsi per sottoporre all'assemblea quelle modifiche agli assetti statutari e societari che si dovessero rivelare opportune “per definire un sistema di governo societario più funzionale alle esigenze dell'impresa” (Raccomandazione 2)³⁸. Nello stesso senso certamente è orientata la prassi, riconosciuta dallo stesso CCG (Racc.

³⁴ Nel testo ci si intende riferire alla dicotomia che è stata tracciata tra “organizzazione d'impresa” e “organizzazione della titolarità”: cfr. P. AGSTNER-S. COSTA, *Il consiglio di amministrazione nel sistema di controllo interno e di gestione dei rischi di società quotate*, in *ODC*, 2022, 774, che rinviano per la prima formulazione della stessa a P. FERRO-LUZZI, *L'esercizio d'impresa tra amministrazione e controllo*, in *AGE*, 2007, 231 e 233. Usa l'espressione “assetto di vertice” I. POLLASTRO, *Organizzazione della gestione di vertice e autonomia privata*, cit., *passim*. Sulla confusione tra i due piani v. A. MIRONE, *Regole di governo societario e assetti statutari delle banche tra diritto speciale e diritto generale*, in *Banca, Impresa e Società*, 2017, 53. Cfr. M. STELLA RICHTER JR, *In principio sono sempre le funzioni*, in *Riv. soc.*, 2019, 22, “Si tratta di due piani distinguibili fino a un certo punto, essendone evidente l'intimo collegamento, ma che proprio per il modo con cui sono coordinati al vertice caratterizzano l'essenza del modello organizzativo della società per azioni”.

³⁵ Si pensi al caso in cui il programma statutario contempili lo svolgimento di attività pericolose che richiedono la dotazione di rilevanti risorse iniziale: P.M. SANFILIPPO, *Tutela dell'ambiente e “assetti adeguati” dell'impresa. Compliance, autonomia ed enforcement*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 1012.

³⁶ I. POLLASTRO, *Organizzazione della gestione di vertice*, cit., 1887 ss.

³⁷ V. par. 1, Sez. II, Cap. I, Titolo IV, Parte Prima, giusta il quale “le motivazioni alla base della scelta del modello di amministrazione e controllo devono essere rappresentate nell'ambito di un più generale progetto di governo societario”.

³⁸ Riconduce l'adeguatezza del sistema di amministrazione e controllo in concreto adottato nell'ambito dell'attività di verifica dell'assetto organizzativo che gli artt. 2086, 2° comma, e 2381, 3° comma, c.c. considerano come rientrante nei doveri degli amministratori N. ABRIANI, *Il nuovo codice di corporate governance*, in *La nuova società quotata: tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*, a cura di P. Montalenti e M. Notari, Milano, 2022, 140 ss.

19, lett. d) e dalla Consob³⁹, consistente nella presentazione di una lista di candidati da parte del consiglio di amministrazione uscente, da considerarsi quale naturale espressione di quell'attività di autovalutazione che il consiglio di amministrazione è chiamato ad effettuare periodicamente per verificare la *coerenza* tra la propria composizione quali-quantitativa, i requisiti richiesti dalla legge, in termini di professionalità e diversità (si pensi alla normativa bancaria), e le *esigenze* della specifica impresa esercitata⁴⁰.

Questo perché *quanto più* aumentano le dimensioni dell'impresa azionaria, *tanto più* entrano in gioco interessi *terzi* rispetto a quelli dei soci e si verificano conseguenze in punto di allargamento del perimetro di operatività delle funzioni degli amministratori sino al punto di richiedere al *board* di individuare e segnalare ai soci le eventuali criticità derivanti dall'inadeguatezza del complessivo sistema di *corporate governance* rispetto alla concreta realtà societaria e imprenditoriale⁴¹. Se l'*engagement*, come già visto, ha come conseguenza principale il maggior interessamento dei soci ai temi strettamente attinenti alla gestione, il fenomeno in esame produce l'effetto inverso: il coinvolgimento degli amministratori nei temi appartenenti alla competenza della collettività degli azionisti. Con l'ulteriore corollario, una volta lasciati alle spalle vecchi pregiudizi dogmatici, che il dialogo (assembleare e/o extrassembleare) diviene il principale terreno su cui può essere messo in scena il reciproco avvicinamento tra soci e amministratori, pur restando ferme le competenze decisorie dei rispettivi organi⁴².

Ebbene, se si concorda sul fatto che gli amministratori di società per azioni debbano fare anche questo, anziché subire le scelte di vertice adottate dai soci, quando queste incidano in misura rilevante sui *presupposti* di diligente esercizio della funzione gestoria, è giocoforza concludere che il consiglio di amministrazione debba attivarsi per dialogare con i soci ogniquale volta l'adeguamento dell'assetto organizzativo (societario) alle esigenze dell'*impresa* e della sua *efficiente gestione e organizzazione* richieda un passaggio assembleare⁴³. E, come ampiamente illustrato *supra*, il luogo maggiormente utilizzato per sondare la disponibilità dei soci a esercitare il voto in senso favorevole alle proposte degli amministratori è proprio quello

³⁹ CONSOB, *La presentazione di una lista da parte del consiglio di amministrazione uscente per il rinnovo del medesimo consiglio – richiamo di attenzione*, 2 dicembre 2021.

⁴⁰ M. IRRERA, *L'autovalutazione del consiglio di amministrazione tra soft law, prescrizioni regolamentari, aspirazioni e limiti intrinseci*, in *RDS*, 2022, 291 ss.

⁴¹ M. STELLA RICHTER JR, *In principio sono sempre le funzioni*, in *Riv. soc.*, 2019, 29.

⁴² Replicando un modello molto simile a quello in uso nel *venture capital*: cfr. la proposta di R.J. GILSON-J.N. GORDON, *Board 3.0: What the Private-Equity Governance Model Can Offer Public Companies?*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 43 ss.

⁴³ M. STELLA RICHTER JR, *Profili attuali dell'amministrazione delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 427 s.; parla di "prospettiva di parziale 'ribaltamento' del rapporto tra soci e amministratori per come consegnatoci dalla tradizione" ID, *Scelta del sistema di amministrazione e valutazione dell'assetto organizzativo nelle società azionarie*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, 498,

dei dialoghi soci/amministratori. Con l'ulteriore, rilevante conseguenza che il dovere degli amministratori di contattare i soci non si limiterebbe, come già detto, all'approvazione di quelle delibere assembleari in cui la componente gestoria è prevalente – e per tale motivo l'iniziativa del procedimento è subordinata alla presentazione di una relazione o di una proposta da parte dell'organo gestorio (art. 2367 c.c.) – ma si estenderebbe a quelle materie che solo indirettamente coinvolgono la gestione (si pensi alla nomina degli amministratori).

Ma, allora, viene in gioco l'interrogativo più generale se, tenuto conto del superiore contesto, il canone di adeguatezza sancito per tutte le imprese collettive dall'art. 2086, 2° comma, c.c. non possa valere quale clausola generale da cui derivare, ancora più a monte, un obbligo di efficiente auto-organizzazione della funzione gestoria in relazione a tali dialoghi, nel legame inscindibile, già più volte sottolineato, tra adeguatezza degli assetti, adeguatezza dei flussi informativi e corretta amministrazione. Se così fosse, ne deriverebbero due ordini di conseguenze: a) il dovere degli amministratori di proceduralizzare il dialogo con i soci; b) il dovere del consiglio di amministrazione di stabilire *ex ante* funzioni e responsabilità di coloro che sono incaricati di intrattenere il dialogo; c) la necessità di inquadrare sotto il profilo funzionale la politica del dialogo, tenuto conto della sua natura di presidio informativo *a rilevanza esterna*⁴⁴.

Procedendo per gradi, costituisce un insegnamento acquisito quello secondo cui, all'interno dei limiti previsti dallo statuto e dalla legge⁴⁵, il consiglio di amministrazione è sostanzialmente libero di disarticolare come meglio crede la prestazione gestoria decentrando il potere di decisione (e di rappresentanza) in materia di gestione in capo a uno o più dei suoi

⁴⁴ Così, G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori con gli azionisti*, cit.,

⁴⁵ Da un lato, infatti, il legislatore pone tutta una serie di limiti, stabilendo quali sono le materie non delegabili e prescrivendo la previa autorizzazione statutaria o assembleare (peraltro ai soli fini dell'operatività del meccanismo di disattivazione della responsabilità solidale previsto dall'art. 2392 c.c.). Dall'altro, gli stessi soci possono vincolare gli amministratori in relazione alle modalità di esercizio della delega e/o alle materie oggetto della stessa; o, con un intervento più incisivo, inserire in statuto clausole di delega obbligatoria semplici o qualificate. Con la prima espressione si suole indicare clausole statutarie che si limitano a imporre l'adozione del sistema di amministrazione delegata; con la seconda, invece, si è soliti designare clausole che, oltre a imporre il conferimento della delega, prevedono ulteriori misure di compressione del potere di organizzazione del consiglio di amministrazione, sia in senso *oggettivo* (materie delegabili) sia in senso *soggettivo* (predeterminazione dei soggetti a cui la delega deve essere attribuita: F. BARACHINI, *La gestione delegata nella società per azioni*, Torino, 2008, 94 ss. Com'è noto, si discute se sia consentito all'autonomia statutaria introduttore una clausola che preveda un sistema di delega obbligatoria o, ancora, il potere dei soci di designare direttamente i delegati con la delibera di nomina o all'interno dell'atto costitutivo in sede di prima nomina degli amministratori: a favore di un controllo di meritevolezza in *concreto* della clausola P.M. SANFILIPPO, *Il controllo di meritevolezza sugli statuti di società*, in *Giur. comm.*, 2015, 187; ID, *Gli amministratori*, in *Diritto commerciale*, a cura di M. Cian, tomo III, *Diritto delle società*, Torino, 2020, 500; ID, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, Torino, 2000, 220 ss.; in senso negativo sull'ammissibilità della clausola v. O. CAGNASSO, *Brevi note in tema di potere gestorio nelle società di capitali*, in *Società*, 2003, 802; F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma*, Milano, 2004, 42; M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, cit., 305; C. ANGELICI, *Le società per azioni*, cit., 383 e nt. 87.

componenti, così come è libero di decidere autonomamente sull'esistenza dei presupposti della revoca delle deleghe conferite⁴⁶.

Come è stato di recente osservato, l'applicazione in tale contesto della regola di adeguatezza alle decisioni relative al conferimento e alla revoca della delega da parte del consiglio di amministrazione nella sua composizione collegiale può dare origine a una nuova prospettiva interpretativa. A circoscrivere il potere discrezionale del *plenum* nella materia in questione non concorrerebbero soltanto le regole statutarie e legali, ma anche un limite, per così dire interno, dovendo le scelte circa la distribuzione del potere gestorio all'interno del consiglio essere conformi al canone di adeguatezza. Ciò vuol dire che ampiezza, modalità e soggetti destinatari della delega dovranno essere individuati tenendo conto della natura, della dimensione dell'impresa esercitata e dei suoi concreti assetti proprietari, dovendo il potere gestorio essere esercitato alla luce di un criterio di adeguata organizzazione, ancor prima che di corretta amministrazione⁴⁷; clausola capace di conformare non soltanto le scelte "a valle" di organizzazione dell'impresa, ma la stessa struttura "monte" dell'organo che quelle scelte è chiamato a compiere.

Peraltro, occorre dare atto di quell'opinione che, rilevata la difficoltà di distinguere nettamente i due piani nella materia in esame – quello dell'*organizzazione della società* e quello dell'*organizzazione dell'impresa* – riconduce la distribuzione interna, anche soltanto in via di fatto, dei compiti (non soltanto decisorii, ma anche istruttori, consultivi, propositivi) tra i componenti del consiglio di amministrazione nell'unitario concetto di "sistema organizzativo", comprensivo degli aspetti sia di *corporate* che di *internal governance*⁴⁸.

A tale proposito, un altro ambito in cui è possibile individuare profili di doverosità con riguardo all'esercizio del potere di (auto)organizzazione spettante al consiglio di amministrazione è quello dei comitati endoconsiliari. Com'è noto, la progressiva separazione della funzione di indirizzo e supervisione, riservata alla componente non esecutiva del *plenum*,

⁴⁶ V. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni*, cit., 242 ss.

⁴⁷ I. POLLASTRO-O. CAGNASSO *Organizzazione della gestione di vertice ed autonomia privata*, cit., 12. s. Sembra aver aderito proprio a tale impostazione una recente pronuncia della Corte di Cassazione che ha affermato l'esistenza di una giusta causa di revoca dell'amministratore delegato, anche in assenza di inadempimenti a lui imputabili, sul semplice presupposto della necessità di una forte ristrutturazione dell'organizzazione aziendale con conseguente più razionale distribuzione delle funzioni interne: Cass., 25 febbraio, 2020, n. 2162, con nota di A. BERTELOTTI, *Revoca di delega ex art. 2381, 2° comma, e giusta causa, con qualche interrogativo*, in *Giur. it.*, 2020, 2162, il quale osserva che "l'intervento dell'organo amministrativo che revochi le deleghe a chi, a causa di mutate situazioni, non appaia più idoneo a perseguire efficacemente i compiti che gli erano stati assegnati, induce a chiedersi se in situazioni del genere la revoca si trasformi da semplice facoltà a vero e proprio obbligo, se sia ravvisabile un preciso dovere del consiglio di valutare la perdurante adeguatezza della ripartizione dei compiti al fine di intervenire tempestivamente allorché specifici fattori della più varia natura (anche di origine normativa) richiedono di attribuirli a un diverso amministratore. Ed anzi aggiungerei un ulteriore, più incisivo interrogativo, che investe il momento della nomina dei delegati" (p. 2164).

⁴⁸ M. HOUBEN, *Articolazione dell'organo amministrativo e assetti organizzativi adeguati: il ruolo del Codice di Corporate Governance*, cit., 728.

da quella di gestione in senso stretto⁴⁹, accentrata in capo a uno o più organi delegati, ha prodotto come esito quello della progressiva complicazione della struttura dell'organo amministrativo. Prima nell'autodisciplina e poi anche nella normativa primaria (L. 262/2005), ha trovato riconoscimento il principio secondo cui l'organo amministrativo di una società quotata deve necessariamente avere struttura pluripersonale⁵⁰; pluripersonalità che si è tradotta, a sua volta, nella pluralità delle fonti di investitura dei componenti dell'organo, al fine di consentire l'ingresso in consiglio di interessi potenzialmente *antagonisti* o comunque *diversi* rispetto a quelli che fanno capo ai soci di maggioranza (art. 147-ter)⁵¹.

Da tale complicazione, che investe tanto il profilo funzionale quanto quello strutturale, è nata l'esigenza di creare delle articolazioni interne al consiglio a cui vengono affidati compiti di natura istruttoria, propositiva o consultiva (comitato remunerazioni, comitato nomine, comitato controllo e rischi⁵²).

Senza volerci dilungare eccessivamente nell'esame di tale figura, è sufficiente rilevare che, come è stato sottolineato in un recente scritto, anche il potere del consiglio di amministrazione di organizzare i propri lavori attraverso l'istituzione di uno o più comitati interni è soggetto alla regola che impone all'imprenditore collettivo di dotarsi di assetti organizzativi adeguati in relazione alla natura e all'oggetto dell'impresa⁵³. Dal lato delle società quotate di diritto comune, non è un caso che l'autodisciplina ricollegghi l'istituzione e l'articolazione organizzativa dei comitati endoconsiliari al *criterio di proporzionalità*, con una rilevante semplificazione qualora il consiglio di amministrazione sia posto al vertice di un emittente a proprietà concentrata o dalle dimensioni non rilevanti (Racc. 15 e 16 del CCG). È essenziale sottolineare ciò, perché l'autodisciplina, pur essendo una fonte di *soft law*, che quindi non ha valore vincolante, possiede tuttavia un preciso valore integrativo nella concreta declinazione della clausola generale di adeguatezza⁵⁴.

⁴⁹ La sistemazione concettuale del ruolo del consiglio di amministrazione quale *monitoring board* è da ricondurre all'opera classica di M. EISENBERG, *The Structure of the Corporation*, 1976, ristampato nel 2006 da Beard Books; S.M. BAINBRIDGE, *The Board of Directors*, in *Oxford Handbook on Corporate Law and Governance*, cit., 276 ss.; G. FERRARINI, *Funzione del consiglio di amministrazione, ruolo degli indipendenti e doveri fiduciari*, in *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, a cura di M. Bianchini e C. Di Noia, Milano, 2010, 51.

⁵⁰ Per una ricostruzione dell'evoluzione del ruolo del consiglio di amministrazione di società quotata v. M. STELLA RICHTER JR, *Appunti sulla evoluzione della disciplina dell'amministrazione delle società quotate e sulle sue prospettive di riforma*, in *ODC*, 2014, 2.

⁵¹ Cfr. G. MEO, *L'amministrazione delle società quotate*, in *Il Testo Unico finanziario*, cit., 1814.

⁵² Per una catalogazione dei comitati in base alla loro *funzione* e alla loro *fonte di investitura* v. M. STELLA RICHTER JR, *I comitati interni all'organo amministrativo*, in *Riv. soc.*, 2007, 262 ss.

⁵³ A. BARTALENA, *I comitati a rilevanza esterna*, in *Riv. soc.*, 2022, 749.

⁵⁴ G. MERUZZI, *L'adeguatezza degli assetti*, cit., 50 ss. Sez. Cfr. il par. 2.3. Sez. IV, Cap. I, Titolo IV, Parte Prima delle Disposizioni Vigilanza adottate dalla Banca d'Italia.

Venendo ora al tema che ci occupa in questa sede, dall'analisi finora condotta, relativamente ai rapporti tra la clausola generale di adeguatezza e il potere/dovere del consiglio di auto-organizzare la propria attività, ci pare possibile ricavare un principio di ordine generale per cui qualsiasi articolazione di funzioni interna al consiglio soggiace al canone di adeguatezza. Ne discende che tale regola risulta applicabile anche all'attività di gestione del dialogo con gli azionisti (e gli altri *stakeholders* rilevanti per l'attività d'impresa)⁵⁵. È pertanto da ritenere obbligatoria la valutazione da parte del consiglio di amministrazione circa la necessità di adottare, sulla base delle caratteristiche del singolo emittente, una procedura che stabilisca *ex ante* le modalità di svolgimento dei contatti informativi tra soci e amministratori tanto quando questi avvengono nella fase preconsiliare quanto quando la sede del dialogo prescelta sia quella assembleare⁵⁶.

Tuttavia, occorre precisare che i contatti informativi tra emittente e soci non sono tutti uguali, ma possiedono diversa natura, e per tale motivo danno origine ad autonomi problemi applicativi a seconda dei soggetti coinvolti. Mentre la comunicazione con la generalità dei soci sembra riguardare l'adeguatezza dell'organizzazione aziendale – e, in particolare, l'istituzione e il controllo della funzione di *investor relation*⁵⁷ – quella che vede come protagonisti i gestori di attivi o i soci di riferimento sembra invece intercettare l'organizzazione societaria dell'emittente, posto che nella prassi delle società quotate una delle parti del dialogo è sempre costituita da un componente del consiglio di amministrazione, seppur talvolta con il supporto della funzione di *investor relation*.

All'intero di tale fenomeno complessivo ci pare poi opportuno distinguere due aree di rilevanza, forse non facilmente separabili nella realtà materiale, ma comunque dotate di autonomia concettuale, in quanto le stesse incidono su diverse aree del complessivo statuto dei doveri degli amministratori.

Da un lato, vi è la prospettiva che guarda, per così dire, ai rapporti esterni – cioè, alla trasmissione di informazioni dal consiglio di amministrazione ai singoli soci – e si occupa di individuare, secondo canoni di adeguatezza organizzativa, i soggetti a cui spetta rappresentare la società nelle relazioni con gli azionisti, le procedure da seguire e le relative responsabilità⁵⁸. Allo

⁵⁵ G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori con gli azionisti*, cit., 720 s., che propone di riferire l'obbligo di predisposizione di assetti adeguati non soltanto ai rapporti interni, ma anche a quelli esterni all'impresa.

⁵⁶ Cfr. G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori con gli azionisti*, cit., 737, precisando che, anche in assenza di un regolamento che formalizzi la politica del dialogo, si renderebbe probabilmente opportuna una riunione del consiglio di amministrazione che, prima che abbiano luogo le interlocuzioni programmate dagli amministratori, valuti le regole di ingaggio più opportune.

⁵⁷ G. STRAMPELLI, *I dialoghi tra emittenti ed investitori istituzionali*, cit., 105.

⁵⁸ Cfr. M. STELLA RICHTER JR-L. MARCHEGANI, *Motivazione delle decisioni e opinioni degli amministratori tra pubblicità e riservatezza*, in *Il caleidoscopio dell'informazione*, cit., 143.

stesso campo problematico appartengono i presidi organizzativi volti a prevenire la diffusione di informazioni privilegiate o comunque la violazione dell'obbligo di riservatezza che grava sugli amministratori⁵⁹.

Dall'altro, vi è la prospettiva che, concentrandosi sulla dimensione interna della circolazione endoconsiliare dell'informazione, interpreta i dialoghi come fonte informativa atipica che impatta sui doveri degli amministratori; insomma, una fonte esterna da cui promanano informazioni equiparabili a quelle che circolano nella fase preconsiliare e che, per mezzo del presidente e del *management*, entrano a far parte della complessiva base istruttoria su cui si fondano le valutazioni e le decisioni del consiglio di amministrazione. Mentre la prima guarda ai rapporti esterni dell'emittente, la seconda pone essenzialmente due ordini di esigenze: a) quella di garantire la parità informativa tra tutti i consiglieri, esecutivi e non esecutivi, nella loro veste di recettori di flussi informativi esterni; b) quella di verificare le conseguenze che, sotto il profilo interpretativo, si pongono di fronte all'eventuale discrasia tra i flussi informativi provenienti dal sistema informativo riconducibile all'amministratore delegato e quelli che trovano origine nei dialoghi con i soci (art. 2381, 6° comma, c.c.).

Del primo aspetto ci occuperemo in questa sede, mentre il secondo verrà affrontato nel prossimo capitolo.

3. I PRESIDI ORGANIZZATIVI DA ADOTTARE NEL DIALOGO CON I SOCI RILEVANTI ALLA LUCE DELLA DISCIPLINA SUI C.D. *MARKET SOUNDINGS*

Tenuto conto della dicotomia sopra delineata, occorre ora domandarsi se sia possibile individuare all'interno dell'ordinamento giuridico un qualche indice normativo capace di guidare gli amministratori nella declinazione del canone di adeguatezza, indicando loro le misure organizzative da adottare – e da formalizzare nella politica del dialogo – laddove nella gestione dell'informazione societaria si renda necessario, per garantire l'adempimento del dovere di corretta amministrazione dell'impresa, intrattenere colloqui con uno o più soci aventi ad oggetto la trasmissione di dati aziendali o di informazioni privilegiate⁶⁰.

⁵⁹ Cfr. G. MEO, *L'amministrazione delle società quotate*, cit., 1817; v. C. ANGELICI, *Sul caleidoscopio dell'informazione*, cit., 320 s.

⁶⁰ Anche se per ragioni di spazio non è possibile approfondire il tema in questa sede, è importante rilevare che il confine tra le due categorie di informazioni dipende in gran parte dalla "soglia" che si vuole adottare dei requisiti che compongono la nozione europea di *inside information*. Da ultimo, l'attenzione è stata dedicata in particolare alla possibile inclusione nella predetta nozione dei dati consuntivi (risultati economici pregressi) e dei dati previsionali (piani economico-finanziari di medio-lungo periodo). Qui basti osservare che, se si aderisse all'opinione affermativa, diminuirebbe di molto il perimetro della categoria dei dati aziendali che non costituiscono informazioni privilegiate ai sensi del Regolamento MAR: C. MOSCA, *Il sottile confine tra informazioni interne e informazioni privilegiate*, in *Il caleidoscopio dell'informazione*, cit., 202 s.

Un'importante indicazione in tale senso si rinviene nella disciplina che il Regolamento europeo sull'*insider trading* dedica ai sondaggi di mercato (c.d. *market soundings*)⁶¹, precisando i limiti e le modalità secondo cui gli stessi devono svolgersi. L'art. 11 MAR delinea con notevole dovizia di particolari la procedura da seguire “nella comunicazione di informazioni anteriormente all'annuncio di un'operazione, al fine di valutare l'interesse dei potenziali investitori per una possibile operazione e le relative condizioni, come le dimensioni potenziali o il prezzo”.

È importante sottolineare che, pur non essendo il ricorso alla procedura di *market soundings* obbligatorio, è pacifico in dottrina che la sua attivazione faccia sorgere una forte presunzione di legittimità della comunicazione a terzi di informazioni aventi natura privilegiata⁶². L'art. 11, comma 4, MAR prevede infatti che, una volta rispettate alcune regole di natura procedurale, “la comunicazione di informazioni privilegiate effettuata nel corso di un sondaggio di mercato si considera fatta nel normale esercizio di un'occupazione, di una professione o di una funzione”.

Fermo restando che, secondo l'opinione prevalente, si impone quale requisito aggiuntivo, per così dire di ordine sostanziale piuttosto che procedurale, ai fini della legittimità della creazione di una situazione di distribuzione asimmetrica delle informazioni privilegiate, la sussistenza di un interesse della società⁶³, da intendersi nel senso di necessità di verificare se i soci hanno intenzione di approvare l'operazione assembleare. In tale senso, infatti, sembra deporre il dettato dell'art. 11, 2° par., MAR laddove dispone che rientra nel concetto di sondaggio di mercato la trasmissione di informazioni privilegiate anche da parte di chi intende realizzare un'offerta pubblica di acquisto o una fusione, a condizione che: a) le informazioni siano necessarie per consentire ai soci di formarsi un'opinione sull'operazione; b) la volontà dei soci di aderire all'offerta o di approvare l'operazione “sia ragionevolmente necessaria per la decisione di presentare l'offerta o di acquisizione o di fusione”.

⁶¹ Al regolamento di “primo livello” si aggiungono i regolamento di “secondo livello” contenenti norme tecniche di regolamentazione e di attuazione: Regolamento Delegato (UE) 2019/960 della Commissione del 17 maggio 2016 per quanto riguarda le prima e del Regolamento di esecuzione (UE) 2016/959 della Commissione del 17 maggio 2016 che stabilisce norme tecniche di attuazione sui sondaggi di mercato. Alla normativa primaria e secondaria dell'Unione Europea vanno aggiunti gli Orientamenti emanati dall'ESMA, l'Autorità di vigilanza europea sul mercato mobiliare (ESMA, *Mar Guidelines, Persons receiving market soundings*, 10 novembre 2016, 1477).

⁶² S. LOMBARDO-F.M. MUCCIARELLI, *Market Soundings: The Interaction between Securities Regulation and Company Law in the United Kingdom and in Italy*, in *European Company and Financial Law Review*, 2019, 324; C. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti*, cit., 63; G. STRAMPELLI, *Il dialogo tra emittenti ed investitori istituzionali*, cit., 116.

⁶³ G. STRAMPELLI, *Il dialogo tra emittenti ed investitori istituzionali*, cit., 116; S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, cit., 152.

È interessante inoltre notare che l'attivazione del *market sounding* coinvolge sia informazioni aventi natura privilegiata sia la trasmissione di informazioni non coperte da divieto di divulgazione a terzi⁶⁴. In relazione a tale seconda ipotesi, non applicandosi i divieti previsti dal Regolamento MAR, l'instaurazione di un flusso informativo verso l'esterno solleva delicate questioni in merito alla necessità di assicurare la riservatezza – s'intende, verso l'esterno, e non di certo nei confronti degli amministratori non esecutivi⁶⁵ – delle informazioni comunicate dal presidente o dagli organi esecutivi al socio. Da tale punto di vista, occorre precisare che trasmettere informazioni di natura non privilegiata a soggetti diversi dagli amministratori o dai sindaci (che sono *ex lege* soggetti a un obbligo di riservatezza giuridicamente sanzionato) significa dover prevedere, come presidio organizzativo, la sottoscrizione da parte del beneficiario di un patto di riservatezza che prevenga l'illecita comunicazione o diffusione all'esterno dell'informazione.

Ciò precisato, non pare che la procedura dei *market sounding* incontri limitazioni con riguardo alle operazioni oggetto della stessa⁶⁶, potendo riguardare le più svariate vicende societarie: aumento del capitale con o senza esclusione del diritto di opzione, fusione, scissione, offerte pubbliche di acquisto, collocamento di grossi pacchetti azioni tramite *accelerated bookbuilding*⁶⁷. Quanto all'ambito soggettivo di applicazione ci si è domandati se la procedura in questione potesse essere attivata dagli amministratori per dialogare selettivamente con il gruppo di controllo⁶⁸ e, più in generale, se i *market sounding* potessero essere assunti a paradigma procedurale di riferimento per tutte le occasioni di comunicazione selettiva di informazioni con i soci, anche quando queste non possiedono natura privilegiata. Al quesito in dottrina si tende a dare risposta tendenzialmente affermativa⁶⁹

⁶⁴ C. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti*, cit., 64.

⁶⁵ È infatti pacifico che esigenze di riservatezza, più o meno stringenti, possano giustificare la mancata divulgazione di informazioni esclusivamente verso l'esterno, ma mai nei confronti del *board* o di una parte dei suoi componenti: P. MARCHETTI, *Sull'informativa preconsiliare e sulla sua possibile complessità*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*, a cura di Marchetti, Ghezzi, Sacchi, Milano, 2020, 115; M.L. PASSADOR, *Le funzioni del presidente del consiglio di amministrazione*, cit., 41.

⁶⁶ S. GILOTTA, *Le società quotate e l'informazione societaria*, in *Il Testo Unico finanziario*, cit., 1517.

⁶⁷ S. LOMBARDO-F.M. MUCCIARELLI, *Market Soundings*, cit., 327 ss. Sulle concrete modalità di funzionamento del c.d. *bookbuilding* v. Cfr. P. MARCHETTI, *Prezzo di emissione e "bookbuilding" in alcuni recenti casi*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, fasc. 1, 2017, p. 20

⁶⁸ G. STRAMPELLI, *Il dialogo tra emittenti ed investitori istituzionali*, cit., 115.

⁶⁹ S. GILOTTA, *Le società quotate e l'informazione societaria*, cit., 1517; C. MOSCA, *Comunicazione selettiva*, 62. Cfr. il considerando 32 MAR, nel quale si afferma che "costituiscono uno strumento di grande importanza per valutare il parere dei potenziali investitori, rafforzare il dialogo con gli azionisti, assicurare che le negoziazioni si svolgano senza complicazioni e che le posizioni degli emittenti, degli azionisti esistenti e dei nuovi investitori potenziali siano compatibili. Essi possono essere particolarmente utili quando i mercati non suscitano fiducia, sono privi di indici di riferimento (*benchmark*) pertinenti o sono volatili. Pertanto, la capacità di svolgere sondaggi di mercato è importante per il corretto funzionamento dei mercati di capitale e tali sondaggi non dovrebbero essere considerati abusi di mercato".

Venendo ai concreti presidi organizzativi previsti dalla disciplina in materia di *market sounding*, il legislatore europeo pone in capo all'emittente (*i.e.* al suo consiglio di amministrazione) l'obbligo di esaminare, prima di effettuare il sondaggio di mercato, il complesso delle informazioni che verranno trasmesse, valutando se lo stesso comporterà la trasmissione di informazioni privilegiate. A tale riguardo è prescritto un preciso onere di documentazione delle verifiche effettuate: l'emittente deve registrare "per iscritto la sua conclusione e i motivi della stessa"; i risultati di tale rendicontazione dovranno essere trasmessi all'autorità di vigilanza in caso di richiesta (art. 11, comma 3, MAR). Centrale è poi la previsione che impone a colui che trasmette informazioni privilegiate di ottenere dal destinatario il consenso esplicito alla trasmissione delle stesse, mettendolo al corrente, al contempo, dell'obbligo di mantenere la riservatezza dell'informazione ricevuta, nonché del divieto di effettuare operazioni sui titoli dell'emittente⁷⁰ (art. 11, comma 5, lett. a-d, MAR). Vi è infine un obbligo di conservazione della registrazione di tutte le informazioni fornite alla persona che riceve il sondaggio di mercato, da fornire all'Autorità di Vigilanza su richiesta.

Tenuto conto di quanto sopra, cioè dell'ampia estensione, dal punto di vista soggettivo e oggettivo, della procedura dei sondaggi di mercato, non pare peregrino ipotizzare che essa debba essere assunta come punto di riferimento dagli amministratori nella concreta determinazione di quei profili della politica del dialogo che, come vedremo, hanno ad oggetto l'individuazione dei presidi organizzativi volti ad assicurare il rispetto della confidenzialità delle informazioni e delle regole in materia di informazioni privilegiate durante lo svolgimento dei contatti informativi con gli azionisti. Tale conclusione troverebbe ulteriore supporto nel Rapporto ESMA del 23 settembre 2020 (*c.d. MAR Review report*) che, pur rilevando l'assenza nel Regolamento di un obbligo espresso degli emittenti per quanto riguarda la dotazione di presidi e procedure atti ad identificare, gestire e diffondere tempestivamente le informazioni privilegiate, ne sottolinea la centralità ai fini dell'adempimento dei doveri nascenti dalla normativa europea, e segnatamente di corretta gestione del rischio di diffusione di notizie, dati, informazioni coperti dai divieti di *insider trading* e di illecita comunicazione a terzi⁷¹.

4. (SEGUE) LE INDICAZIONI PROVENIENTI DALL'AUTODISCIPLINA E DALLE NORME DI VIGILANZA BANCARIA

⁷⁰ Una volta comunicata l'informazione privilegiata, ancorché a valle della procedura dei sondaggi di mercato, scatta infatti una duplice conseguenza: a) colui che riceve l'informazione diventa un *insider* a tutti gli effetti; b) scattano l'obbligo di riservatezza e i divieti previsti dal Regolamento MAR: S. LOMBARDO, *I sondaggi di mercato: prime riflessioni*, in *Le Società*, 2016, 161.

⁷¹ Cfr. F. ANNUNZIATA-M. SCOPSI, *Il rapporto ESMA del 23 settembre 2020 e le proposte di modifica al Regolamento market abuse*, in *Riv. soc.*, 2021, 185 ss.

Come già anticipato, nella concreta individuazione del contenuto della clausola generale che impone agli amministratori di predisporre assetti adeguati particolare valore ermeneutico deve essere riconosciuto, quantomeno nelle società che accedono alla quotazione, ai codici di autodisciplina⁷². Più in generale, la dottrina che maggiormente ha analizzato i reciproci influssi tra norme di diritto societario e norme di *soft law* ha posto in luce come vi sia stato un imponente trapianto di presidi e soluzioni organizzative nate come raccomandazioni autoregolamentari e successivamente trapiantate nella legge⁷³. Basti pensare, per fare soltanto alcuni esempi, all'amministrazione pluripersonale, alla figura dell'amministratore indipendente o, ancora, ai presidi previsti in caso di operazioni con parti correlate. Per ricostruire compiutamente i *doveri organizzativi* degli amministratori, bisognerà poi tenere conto della disciplina bancaria che, ancorché di settore, ha valore di paradigma ermeneutico anche in termini generali⁷⁴. Il riferimento alle previsioni da essi recate servirà quindi non tanto a fornire un quadro della normativa di settore applicabile alle società che esercitano un'impresa bancaria, quanto piuttosto a completare il catalogo dei contenuti della politica di impegno.

Volendo iniziare il discorso dall'autodisciplina, occorre sottolineare che il Codice di Corporate governance del 2020, innovando anche rispetto ad altri ordinamenti, ha sancito in via espressa il principio secondo cui "l'organo di amministrazione promuove, nelle forme più opportune, il dialogo con gli azionisti e gli altri *stakeholder* rilevanti per la società" (Art. 1, Principio IV). Per quanto riguarda più specificamente il dialogo con gli azionisti⁷⁵, la Raccomandazione n. 3 prevede che "l'organo di amministrazione, su proposta del presidente,

⁷² G. MERUZZI, *L'adeguatezza degli assetti*, cit., 51, "I criteri operativi, gli uffici e le funzioni ivi configurati costituiscono per le società quotate una struttura organizzativa di base che, pur soggetta al principio del *comply or explain* e quindi modificabile, è difficilmente eludibile nei tratti essenziali e, pertanto, è idonea a costituire parametro primario di riferimento in tema di adeguatezza degli assetti"; P. MONTALENTI, *La corporate governance nella società per azioni*, cit., 1194; ID, *Assetti adeguati e Corporate Governance*, in *Rivista di Corporate Governance*, 2022, 384 ss. Peraltro, gli emittenti quotati italiani che aderiscono al Codice di Corporate Governance rappresentano il 95% del totale delle società italiane con azioni quotate su Euronext Milan con un peso pari al 99% della capitalizzazione complessiva delle società italiane quotate (v. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2022 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate. 10° rapporto sull'applicazione del codice di autodisciplina*, 2023, 9).

⁷³ M. STELLA RICHTER JR *Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate e le novità legislative in materia di autoregolamentazione*, in *La società quotata dalla riforma del diritto societario alla legge sul risparmio*, a cura di U. Tombari, 2008, 97.

⁷⁴ Cfr. sempre P. MONTALENTI, *La corporate governance nella società per azioni*, cit., 1194; M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati*, cit., 93 ss.; U. TOMBARI, *Considerazioni disorganiche in tema di dialogo tra emittenti e azionisti*, in *Riv. soc.*, 2021, 1384.

⁷⁵ Com'è stato correttamente sottolineato, vi sarebbe un difetto di coordinamento tra il Principio IV e la Raccomandazione n. 3, ove non compare alcun riferimento al dialogo con gli *stakeholders* incisi dall'attività d'impresa. Da qui l'interrogativo se nella declinazione dei contenuti della politica del dialogo gli amministratori debbano tenere conto soltanto del dialogo con gli azionisti ovvero se, come appare preferibile, i presidi adottati debbano riguardare anche la comunicazione tra il consiglio di amministrazione e gli *stakeholders*: E. DESANA, *Politiche di dialogo con gli azionisti, equilibrio di genere e fattori ESG: appunti*, in *Riv. soc.*, 2021, 1338.

formulata d'intesa con il chief executive officer, adotta e descrive nella relazione sul governo societario una politica di gestione del dialogo con la generalità degli azionisti, *anche tenendo conto delle politiche di engagement adottate dagli investitori istituzionali e dai gestori di attivi* (corsivo aggiunto)".

Come prima osservazione, ci pare utile sottolineare che, l'autodisciplina, in deroga alla normale distribuzione di poteri tra *plenum* e organi delegati in materia di assetti organizzativi, riserva al consiglio di amministrazione non soltanto la *valutazione* circa l'adeguatezza delle misure organizzative adottate, ma la stessa approvazione, per così dire, a monte, delle regole che governeranno i contatti informativi con i soci; non potendosi quindi delegare la decisione di adozione della politica all'amministratore delegato o ai presidenti dei singoli comitati endoconsiliari. A tale proposito, una volta inquadrata la politica del dialogo nel campo problematico degli assetti organizzativi di vertice, non ci sembra fuori luogo sostenere che tali regole vincolino lo stesso consiglio di amministrazione, essendo espressione del potere/dovere degli amministratori di auto-organizzare, secondo regole prestabilite e perciò vincolanti per gli stessi, il futuro esercizio di quella particolare declinazione della funzione amministrativa costituita dalla gestione delle relazioni con gli azionisti e gli *stakeholders*⁷⁶. A cui si accompagna l'ulteriore interrogativo, che merita probabilmente risposta affermativa, circa l'idoneità delle regole contenute nella politica di dialogo a riflettersi, condizionandone i tempi e i modi di esercizio, sui diritti partecipativi riferibili agli azionisti istituzionali, specie se tali regole di ingaggio trovino corrispondenza nelle politiche di impegno adottate da questi ultimi⁷⁷.

Sotto il profilo procedurale, è importante sottolineare che il ruolo del consiglio di amministrazione non si esaurisce nella fase statica dell'individuazione delle soluzioni organizzative più idonee, ma si estende alla fase dinamica della gestione attiva dei contatti informativi con gli azionisti per il tramite del proprio presidente⁷⁸. Rientrano infatti nei

⁷⁶ Cfr. M. MAUGERI, *Autodisciplina, politiche di engagement e dialogo tra emittenti e investitori istituzionali*, Relazione tenuta a Milano il 13 febbraio 2020, che infatti si interroga sulla legittimità di contatti informativi indetti dal presidente su materie o con modalità non previsti nella politica di impegno. V. infatti U. TOMBARI, *Considerazioni disorganiche in tema di dialogo tra emittenti e azionisti*, cit., 1375 s, ed E. DESANA, *Politiche di dialogo con gli azionisti*, cit., 1339 ss., che infatti si interrogano sulle possibili conseguenze derivanti dalla mancata adozione della politica di impegno o dalla violazione delle prescrizioni in essa contenute, distinguendo tra responsabilità degli amministratori e responsabilità del collegio sindacale.

⁷⁷ Sul punto cfr. il caso richiamato da U. TOMBARI, *Considerazioni in tema di dialogo tra emittenti e azionisti*, in *Riv. soc.*, 2021, in cui il consiglio di amministrazione di Mediobanca S.p.A., a fronte della richiesta di convocazione dell'assemblea avanzata dal socio di maggioranza Delfin, hanno divulgato un comunicato stampa, ove è possibile leggere "il consiglio di amministrazione ha rilevato che il socio Delfin non ha promosso un engagement preventivo con la società ricorrendo direttamente ai soci, in difformità alla prassi ormai consolidata nella interazione tra azionisti e società quotate. Essa prevede che il socio che intende presentare istanze avvii con la società un dialogo costruttivo e temporalmente coerente con le prerogative degli organi sociali e delle Autorità di Vigilanza, ricorrendo direttamente ai soci in caso di inerzia o mancato accoglimento" (Comunicato stampa in data 8 ottobre 2021).

⁷⁸ Su cui v. *infra* Cap. 4, par. 3.

poteri/doveri del presidente del consiglio di amministrazione non soltanto la materiale redazione del documento contenente la politica di *engagement*⁷⁹ – e quindi la proposta circa le procedure da adottare, le materie oggetto del dialogo e la ripartizione delle funzioni tra i vari consiglieri – ma anche ulteriori compiti posti a tutela delle prerogative del consiglio. Da un lato, egli deve *monitorare* il rispetto della riserva di *competenza collegiale* sulle decisioni di apertura del dialogo, non potendo le richieste di incontro essere decise su iniziativa unilaterale dei singoli amministratori, in assenza di una preventiva delega contenuta espressamente nel programma di dialogo approvato dal consiglio di amministrazione⁸⁰. Dall'altro, il presidente deve assicurare la trasmissione di un duplice flusso informativo, ciascuno funzionalmente autonomo: a) le informazioni sulle *modalità di svolgimento* dei contatti informativi; b) le informazioni *sui contenuti più significativi* del dialogo intervenuto⁸¹. Se la prima tipologia di informazioni è essenzialmente volta a consentire al *board* (e al collegio sindacale, art. 2403 c.c.) di monitorare il concreto funzionamento dell'assetto organizzativo adottato, il secondo è invece strumentale ad evitare che si formino asimmetrie informative tra i varie componenti del consiglio di amministrazione (esecutivi e non esecutivi). Come vedremo, infatti, la circolazione endoconsiliare di tali informazioni riveste particolare importanza ai fini del migliore svolgimento della funzione di supervisione che i moderni sistemi di *corporate governance* allocano in capo agli amministratori non esecutivi, in particolar modo quando il socio esterno al gruppo di controllo non abbia già accesso al consiglio tramite un proprio rappresentante.

Da questo punto di vista, la politica del dialogo si raccorda idealmente a un altro presidio organizzativo di cui l'emittente è chiamato a dotarsi – sempre su proposta del presidente, previa consultazione con il CEO – in ottemperanza al canone dei principi di corretta amministrazione. Ci si intende riferire alla “procedura per la gestione interna e la comunicazione all'esterno di documenti e informazioni riguardanti la società, con particolare riferimento alle informazioni privilegiate” (Raccomandazione n. 1, lett. f) Emerge qui il ruolo di primazia che deve essere riservato al consiglio di amministrazione nella gestione della totalità delle informazioni che circolano all'interno e all'esterno dell'emittente e della sua impresa: informazioni che, specialmente nelle società quotate, devono essere considerate come “un vero e proprio *asset*

⁷⁹ M.L. PASSADOR, *Le funzioni del presidente del consiglio di amministrazione nelle società per azioni. Tra disciplina di settore e autodisciplina*, Milano, 2021, 164

⁸⁰ G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori con gli azionisti*, cit., 739; cfr. le osservazioni di M. STELLA RICHTER JR-L. MARCHEGIANI, *Motivazioni delle decisioni e opinioni degli amministratori tra pubblicità e riservatezza*, in *Il caleidoscopio dell'informazione*, cit., 144. Cfr. I Principi emanati da Assogestioni, l'organizzazione di categoria dei gestori del risparmio, sull'S-D Engagement, secondo cui “Il Consiglio di Amministrazione ha competenza generale in materia di adozione di apposite procedure di S-D engagement, di valutazione delle richieste pervenute e dei soggetti da coinvolgere in occasione degli incontri, anche mediante delega a un amministratore specificamente incaricato” (art. 4).

⁸¹ Cfr. racc. 3: “Il presidente assicura che l'organo di amministrazione sia in ogni caso informato, entro la prima riunione utile, sullo *sviluppo* e sui *contenuti significativi* del dialogo intervenuto con tutti gli azionisti”.

aziendale”⁸², la cui gestione rientra allora nel dominio delle riserva di competenza prevista dall’art. 2380-*bis* c.c.

Peraltro, non pare che nella conformazione dei contenuti delle regole di ingaggio con gli azionisti il potere discrezionale nel consiglio di amministrazione sia esente da limiti esterni. Innanzitutto, ferma restando la mera opportunità che su determinate questioni (remunerazioni, nomina degli amministratori, gestione e controllo dei rischi) vengano coinvolti i rispettivi comitati endoconsiliari⁸³, nella persona dei loro presidenti, un vincolo può essere individuato con riguardo ai soggetti che sono chiamati a vigilare sullo svolgimento dei dialoghi. In particolare, non sembra che le interlocuzioni con i soci si possano svolgere senza la supervisione/autorizzazione del presidente del consiglio di amministrazione – e del CEO, per le materie di rispettiva competenza⁸⁴ – anche laddove la politica del dialogo abbia accentratore, dal punto di vista interno, la fase istruttoria e/o propositiva e/o decisionale in capo a uno o più amministratori. Non può quindi essere condivisa quell’opinione che, distinguendo l’ipotesi del dialogo bilaterale da quella in cui i soci si limitano ad illustrare le loro opinioni (c.d. *listening mode only*), ritiene ammissibile la partecipazione di un singolo amministratore (ad es. amministratore di minoranza, *lead independent director*) su iniziativa unilaterale dello stesso, sul presupposto che nel secondo caso il rischio di trasmissione di informazioni privilegiate sarebbe inferiore⁸⁵. Vi è infatti da considerare che la supervisione del presidente si impone non tanto per ragioni legate al rispetto della disciplina sull’*insider trading*, quanto per ragioni legate alla necessità di assicurare la trattazione rigorosamente collegiale delle informazioni (dati di mercato, orientamenti di voto, opinioni) acquisite nel corso degli scambi informativi⁸⁶. A ben

⁸² P. CUOMO, *Il consiglio di amministrazione e la gestione dell’impresa nel codice di corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2021, 110.

⁸³ Su cui v. A. BARTALENA *I comitati interni a rilevanza esterna*, cit., 756 ss.

⁸⁴ P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, 278. Mette conto tuttavia evidenziare che, come evidenziato da M. BIANCHI-M. MILIČ, *Le politiche di engagement delle società tra teoria e prassi*, in *Riv. soc.*, 2021, 1332, gli emittenti provvedono solitamente a una distribuzione del potere di gestione del dialogo tra CEO e presidente del consiglio di amministrazione sulla base delle materie di rispettiva competenza; K.J. HOPT, *The Dialogue between the Chairman of the Board and Investors: The Practice in the UK, the Netherlands and Germany and the Future of the German Corporate Governance Code Under the New Chairman*, in *ECGI Law Working Paper N° 365/2017*, 11, secondo cui, nelle materie di competenza del consiglio di sorveglianza, è potere/dovere del presidente esprimere la posizione della società, dovendo allora egli coordinarsi con il presidente del consiglio di gestione tramite la fissazione di alcuni principi guida che, se messi per iscritto, assumono la forma di una vera e propria *Kommunikationsordnung*. V. ASSONIME, *Principles for Listed Companies’ Dialogue with Investors*, Circolare Assonime n. 23 del 19 luglio 2021, che al Principio 3, rubricato “Implementation of the Policy”, recita “The management of the dialogue is entrusted exclusively to the Directors who can act on behalf of the company (hereinafter, the “Responsible Directors”), identified in the Chief Executive Officer and/or the Chairperson of the Board, consistently with their powers to represent the company and competences on the topic of the dialogue”.

⁸⁵ G. STRAMPELLI, *Il ruolo dell’organo di controllo nei dialoghi extra-assembleari tra gli emittenti quotati ed i loro soci*, cit., 95.

⁸⁶ La partecipazione del presidente ai contatti informativi con gli azionisti rappresenterebbe quindi una di quelle prerogative a rilevanza esterna “funzionali ai compiti di rappresentanza che statutariamente sono proprie del presidente”

vedere, il raccordo tra consiglio di amministrazione e azionisti, sotto il profilo informativo, rappresenta la finalità perseguita anche da quella prassi statutaria, largamente diffusa, che è solita attribuire a chi presiede il *plenum* anche il ruolo di presidente dell'assemblea, assegnando così al primo il potere di farsi latore in consiglio delle diverse preferenze e concezioni dell'interesse sociale che sono state manifestate in assemblea dagli azionisti.

Per quanto riguarda le materie oggetto del dialogo, non sembrerebbero rinvenirsi particolari limiti al potere del consiglio di amministrazione di prestabilire, tenuto conto delle politiche di impegno pubblicate dai gestori di attivi, gli argomenti in relazione ai quali il dialogo può essere avviato su iniziativa del *board* o degli azionisti⁸⁷. Fermo restando che alcune materie, e segnatamente quelle aventi ad oggetto operazioni straordinarie di competenza dell'assemblea degli azionisti, potrebbero doversi considerare di obbligatoria inclusione, in applicazione dei principi di corretta amministrazione.

Terminato l'esame dell'autodisciplina, occorre tuttavia prendere atto dell'assenza nel Codice di Corporate Governance di indicazioni dettagliate sulla politica del dialogo.

A tale fine, viene in soccorso quanto disposto dalla normativa bancaria. Nella nuova versione delle Disposizioni di Vigilanza (Circolare 285 del 17 dicembre 2013⁸⁸) sono state introdotte previsioni più specifiche sulla politica di impegno. Dalla normativa secondaria emergono con evidenza i criteri che devono guidare il comportamento degli amministratori nella decisione relativa all'*an* dell'adozione della politica di impegno e nella determinazione dei relativi contenuti minimi. In particolare, "le banche di maggiori dimensioni o complessità operativa, ad eccezione di quelle controllate in misura totalitaria, si dotano di una politica, da formalizzare in un regolamento interno, per la gestione del dialogo da parte degli amministratori con gli azionisti (inclusi gli investitori istituzionali e i gestori di attivi) che definisca almeno: i) le cariche/figure (anche aziendali) deputate a gestire il dialogo; ii) i tempi e le modalità di circolazione all'interno degli organi con funzione di supervisione strategica, gestione e controllo delle informazioni riguardanti gli incontri con gli azionisti e i relativi esiti; iii) i presidi per assicurare il rispetto della confidenzialità delle informazioni e delle regole in materia di informazioni privilegiate; iv) le differenze, ove opportune, tra le procedure relative al dialogo avviato su iniziativa della banca e quello avviato su iniziativa degli azionisti; v) le questioni rilevanti su cui instaurare il confronto con gli azionisti, ivi incluse quelle concernenti la strategia,

(così, P. MARCHETTI, *Note sulla figura del Presidente del Consiglio di amministrazione nel Codice di autodisciplina*, in *Scritti in onore di Ermanno Bocchini*, tomo II, Torino, 2016, 679).

⁸⁷ Come riporta S. GILOTTA, *Il dialogo tra gli azionisti e il board*, 739, le materie oggetto di interlocuzione spaziano dalla *governance* alle politiche finanziarie fino ad arrivare alle politiche di sostenibilità.

⁸⁸ Disposizioni di Vigilanza di Banca d'Italia, così come modificate in seguito all'"Aggiornamento n. 35" del 30 giugno 2015, Titolo IV, Capitolo I, Sezione V, par. 1.1.

i risultati finanziari e non finanziari, nonché i rischi, la struttura del capitale, l'impatto sociale e ambientale e il governo societario. La predisposizione di questa politica rappresenta una buona prassi anche per le altre banche con strutture proprietarie caratterizzate dalla presenza di rilevanti interessi di minoranza”.

Fermo restando che le prescrizioni appena indicate sono obbligatorie per le banche di non piccole dimensioni, ci sembra che le Disposizioni di Vigilanza delineino un paradigma di riferimento anche per le società quotate non esercenti attività bancaria: un modello che, sulla scorta delle regole generali in materia di assetti, identifica nei principi di proporzionalità e di adeguatezza la stella polare dell'azione amministrativa; principi che impongono agli amministratori di determinare regole procedurali, frequenza dei dialoghi (ad. es. semestrale), contenuti e presidi di garanzia alla luce delle dimensioni, degli assetti proprietari e delle caratteristiche del singolo emittente.

Ma la normativa di vigilanza sembra spingersi oltre nella misura in cui elenca i contenuti che dovrebbero connotare l'architettura essenziale della politica del dialogo con gli azionisti, dando origine a più di qualche dubbio sull'esistenza di un'assoluta libertà degli amministratori sul punto. Con ciò non si vuole dire che lo scostamento dalle norme di settore si traduca necessariamente per le società quotate non bancarie nella violazione del disposto dell'art. 2086 c.c., ma soltanto che la definizione della procedura di *engagement*, per poter essere attratta nell'area dell'insindacabilità giudiziale (c.d. *business judgment rule*⁸⁹), dovrà essere adeguatamente istruita e congruamente motivata. Con la conseguenza che in assenza di motivazione o in caso di palese irrazionalità delle scelte organizzative adottate dagli amministratori (ad esempio, totale assenza di contromisure dirette a evitare la divulgazione di informazioni privilegiate) potranno essere adottati tutti i rimedi giurisdizionali contemplati dall'ordinamento, ivi inclusa la denuncia al tribunale *ex art.* 2409⁹⁰.

Tale soluzione ci sembra quella che realizza al meglio il bilanciamento tra libertà dell'iniziativa economica e necessità di salvaguardare l'efficienza dell'impresa anche a tutela di interessi terzi rispetto a quelli dei soci, in quanto la stessa non sembra comprimere

⁸⁹ Sulla nota questione dell'applicabilità della *business judgment* alla materia degli assetti organizzativi v. L. BENEDETTI, *L'applicabilità della business judgement rule alle decisioni organizzative degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2019, 413 ss.; per l'opinione che invece ritiene estensibile il sindacato giudiziale alla materia degli assetti organizzativi v. R. FORMISANI, *Business judgment rule e assetti organizzativi: incontri (e scontri) in una terra di confine*, in *RDS*, 2018, 455 ss. P. MONTALENTI, *Assetti adeguati e Corporate Governance: Profili generali*, in *Rivista di Corporate Governance*, 2022, 384 ss.

⁹⁰ V. Tribunale di Roma 24 settembre 2020. Con riguardo all'obbligo di motivazione circa la decisione di adottare soluzioni organizzative alternative rispetto alle *best practices* indicate dal Codice di Corporate Governance v. M. HOUBEN, *Articolazione dell'organo amministrativo e assetti organizzativi adeguati: il ruolo del Codice di Corporate Governance*, in *Rivista di Diritto bancario*, 2020, 738.

eccessivamente il potere discrezionale degli amministratori nel decidere quali siano le soluzioni organizzative migliori⁹¹.

Tra l'altro, ci sia consentito aggiungere che la mancata partecipazione di azionisti istituzionali al capitale dell'emittente non sembra essere determinante, nel senso che essa non pare essere idonea, in sé e per sé, a giustificare la disattivazione dell'obbligo degli amministratori di adottare una procedura di dialogo. Invero, anche in presenza di assetti proprietari concentrati, potrebbe rivelarsi comunque opportuno, e rispondente a canoni di trasparenza (nei confronti del mercato degli investitori), tracciabilità ed efficienza procedimentale, sottoporre a regole prestabilite – seppur minime – il dialogo con il socio di controllo, anche laddove quest'ultimo sia l'unico soggetto potenzialmente interessato a intrattenere contatti informativi con gli amministratori⁹².

5. LA PRESENTAZIONE DELLA LISTA DEI CANDIDATI ALLA CARICA DI AMMINISTRATORE DA PARTE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE USCENTE

Uno dei banchi di prova maggiormente significativi, in relazione alla dimostrazione della fondatezza della proposta ricostruttiva che si è tentato fino a questo punto di fornire, è probabilmente quello della lista consiliare.

Quella della presentazione di una lista di candidati da parte del consiglio di amministrazione uscente, in occasione dell'assemblea convocata per il rinnovo dell'organo amministrativo, è una prassi assai comune nel contesto internazionale, ma che ultimamente sta trovando sempre maggiore diffusione in Italia, soprattutto tra le società quotate sul mercato borsistico⁹³. Secondo parte della dottrina, il crescente *favor* della prassi statutaria nei confronti del riconoscimento al consiglio di amministrazione uscente della legittimazione a presentare una propria lista di candidati sarebbe il naturale precipitato delle esigenze di un azionariato sempre più disperso e con una significativa presenza di investitori istituzionali⁹⁴. Come dimostra

⁹¹ Sul giudizio di bilanciamento v. G. MERUZZI, *L'adeguatezza degli assetti*, cit., 55.

⁹² A.C. SVELTO, *Il dialogo con azionisti di controllo e investitori istituzionali*, in Directors. *La buona governance vista dai Ned*, a cura di A. Carretta, M. Pierdicchi, P. Schwizer, Milano, 2022, 334.

⁹³ Com'è ampiamente noto, nell'ordinamento italiano la fonte normativa che riconobbe per la prima volta la legittimità del meccanismo della presentazione della lista da parte del consiglio di amministrazione uscente fu il d.l. 31 maggio 1994 (art. 4), che però ne prevedeva l'introduzione soltanto per le c.d. società privatizzate. Forte impulso alla diffusione dell'istituto è stato sicuramente dato dalla progressiva diffusione del meccanismo del voto di lista: dapprima adottato in via generalizzata per l'elezione del collegio sindacale, successivamente esteso anche all'elezione del consiglio di amministrazione in virtù della c.d. legge sulla tutela del risparmio (l. 262/2005).

⁹⁴ M. VENTORUZZO, *Note sulla lista del consiglio uscente per l'elezione degli amministratori nelle società quotate*, in Riv. soc., 2020, 1398 ss., secondo cui la tendenza della lista del consiglio di amministrazione uscente a divenire un fenomeno transnazionale trova giustificazione nel crescente ruolo assunto dagli investitori istituzionali (imprese di investimento, banche, fondi sovrani, imprese di assicurazione), che hanno sia spinto nella direzione di una maggiore proporzionalità dei sistemi elettorali, sia fatto largo uso degli strumenti di tutela delle minoranze messi a disposizione dalla legge; E. PUCCI, *Regole di composizione e presentazione della lista del consiglio di amministrazione uscente nelle società quotate*, in Riv. dir. comm., 2018, 63 ss.

l'esperienza europea, se posta a confronto con quella statunitense, l'attribuzione all'organo gestorio del potere di identificare le nuove candidature per il consiglio assume connotazioni funzionali differenti a seconda del contesto proprietario di riferimento. In presenza di assetti proprietari dispersi, la lista del consiglio mira a rimediare ai costi di *agency* che si creano tra soci e amministratori, a causa dell'apatia dei primi e del conseguente accentramento del controllo in capo ai secondi. Vista l'assenza di un socio di controllo capace di orientare il voto dell'assemblea dei soci, la lista del consiglio uscente svolgerebbe la funzione di coagulare attorno a candidature professionalmente qualificate e autorevoli il consenso degli azionisti, rimediando ai problemi di azione collettiva che ne impedirebbero un'autonoma iniziativa⁹⁵. Pertanto, di fronte a un tale scenario, "il ruolo suppletivo degli amministratori risulta del tutto sensato"⁹⁶.

D'altro canto, sempre negli emittenti a proprietà frazionata, un simile ruolo di guida mal si addice agli investitori istituzionali e ai gestori di attivi, soprattutto se aventi sede all'estero rispetto all'ordinamento in cui operano. Questi, è vero, sono particolarmente attenti alle dinamiche di *governance*, tra cui certamente rientra anche la nomina degli amministratori, ma ciononostante si dimostrano spesso poco propensi a presentare liste c.d. lunghe – vale a dire liste che contengono un numero di candidati tale da coprire la maggioranza dei seggi consiliari. E ciò per due principali ragioni: *i)* perché non vogliono sostituirsi al *management* nella gestione dell'impresa; *ii)* perché temono di vedersi attribuita la qualifica di soggetti che agiscono di concerto (art. 101-*bis* TUF), con conseguente obbligo di lanciare un'offerta pubblica di acquisto sui titoli azionari dell'emittente⁹⁷.

Sebbene, pertanto, il coinvolgimento del consiglio di amministrazione nella fase della presentazione delle liste possieda una propria giustificazione sotto il profilo funzionale in tutti i casi in cui manchi un'azionista di riferimento, più dibattuta è la legittimità dello strumento in parola quando, come accade nel contesto italiano, vi sia una forte concentrazione dell'azionariato e la presentazione della lista per l'elezione del CdA avvenga normalmente a opera del socio di riferimento o di soci legati tra di loro da patti parasociali. Tale dubbio sembra sottendere le stesse

⁹⁵ J. ARMOUR ET AL., *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, in *The Anatomy of Corporate Law*³, Oxford, 2017, 53; CONSOB, *Richiamo di attenzione - La presentazione di una lista da parte del consiglio di amministrazione per il rinnovo del medesimo consiglio*, 21 gennaio 2022.

⁹⁶ A. PERRONE-P.M. SANFILIPPO, *La lista presentata dal consiglio di amministrazione nelle società a proprietà concentrata*, in *Rivista di diritto bancario*, 2022, 16; M. STELLA RICHTER JR, *Il quadro legislativo italiano in materia di nomine ed elezione del consiglio: un modello o un'anomalia?*, in *Oss. dir. civ. comm.*, 2017, 181 ss.; M. IRRERA, *Luci e (molte) ombre sulla lista del cda per la nomina degli amministratori nelle società quotate: brevi appunti*, in *ilcaso.it*, 11 ottobre 2021, 2.

⁹⁷ Sulla tendenza degli investitori istituzionali operanti nell'azionariato degli emittenti quotati italiani a presentare liste c.d. corte v. M.L. PASSADOR, *A quindici anni dall'introduzione del voto di lista*, *Giur. comm.*, 2020, 1184 ss.; v. S. CACCHI PESSANI, *Il voto di lista per la nomina degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2021, 716, che riferisce il problema alle c.d. società a controllo fluido, in cui non è possibile stabilire in via preventiva i soggetti che avranno la prevalenza all'esito della votazione assembleare.

raccomandazioni del Codice di Corporate Governance, le quali riconoscono, per tutti gli emittenti quotati, la liceità della lista consiliare (Racc. 19, lett. e), ma contestualmente esonerano il consiglio di amministrazione, in presenza di un assetto proprietario concentrato, dall'obbligo di esprimere un orientamento sulla composizione quanti-qualitativa ritenuta ottimale alla luce degli esiti dell'autovalutazione (Racc. 23).

A tale dubbio si aggiungono quelli relativi ai possibili rischi. Da un lato, il pericolo, peraltro condiviso con gli emittenti ad azionariato polverizzato, che la lista del consiglio divenga lo strumento con cui gli amministratori autoperpetuano la propria carica, ponendo sostanzialmente in non cale la sua durata temporanea. Dall'altro, il rischio che, dietro l'aura di indipendenza e di autorevolezza dei candidati inseriti nella lista del consiglio di amministrazione, si celi in realtà la volontà del socio di controllo (c.d. lista civetta)⁹⁸.

Anche se non può negarsi che tali rischi siano presenti, anziché negare la legittimità dell'istituto *tout court* sarebbe forse più opportuno ricercare soluzioni interpretative capaci di ritagliare all'istituto spazi di operatività anche negli emittenti a proprietà concentrata. Invero, il potere-dovere degli amministratori di attivarsi per dotare la società di assetti organizzativi adeguati⁹⁹ non sembra venire meno per la semplice ragione che l'azionariato possieda determinate caratteristiche.

Semmai, i pericoli indicati richiedono agli amministratori un *quantum* maggiore di diligenza, consistente nell'individuazione di quei presidi organizzativi che, garantendo l'indipendenza del processo di selezione dei candidati e la prevenzione dei conflitti di interessi, siano idonei ad assicurare il rispetto dei principi di corretta amministrazione¹⁰⁰. In tale senso, il dovere generale di corretta amministrazione possiede l'ontologica vocazione a governare anche la formazione della lista consiliare: ciò si traduce nella necessità che gli amministratori orientino la propria attività verso l'individuazione di un *bouquet* di candidati che, combinando al meglio competenze, professionalità e *diversity* (anche di genere), siano perfettamente aderenti alle esigenze dell'impresa esercitata; in altri termini, sia *tailor-made*. Del resto, tale visione anima lo stesso Codice di Corporate Governance, dove la selezione dei candidati alla carica di amministratore si colloca “a valle di un'attività di autovalutazione e di definizione della composizione ottimale dell'organo gestorio esplicitamente attribuita alla competenza degli amministratori”¹⁰¹ (Racc. nn. 19, 21 e 22). Se tale assunto è vero, e quindi l'individuazione dei

⁹⁸ M. IRRERA, *Luce e (molte) ombre sulla lista del cda*, cit., 2.

⁹⁹ G. SCOGNAMIGLIO, *L'elezione dell'organo amministrativo sulla base di liste degli amministratori uscenti: brevi note su un recente disegno di legge*, in *Riv. soc.*, 2022, 612.

¹⁰⁰ In questo senso anche CONSOB, *Richiamo di attenzione - La presentazione di una lista da parte del consiglio di amministrazione per il rinnovo del medesimo consiglio*, 21 gennaio 22.

¹⁰¹ A. PERRONE-P.M. SANFILIPPO, *La lista presentata dal consiglio di amministrazione*, cit., 3.

candidati da includere nella lista è strumentale a un'adeguata organizzazione dell'impresa, il confezionamento della lista da parte del *board*, per svolgere la propria funzione di “garanzia” e di reale alternativa rispetto ai candidati dei soci di controllo dovrà collocarsi in una dimensione oggettiva e procedimentalizzata, come tale estranea agli interessi dei soci e ai loro conflitti.

Sul punto interviene nuovamente il Codice di Corporate Governance, ai sensi del quale, nella fase di selezione delle candidature da inserire nella lista del consiglio un rilievo centrale deve essere riservato al comitato nomine (art. 19, lett. d), a cui spetta coadiuvare il *plenum* nella valutazione dei nominativi dei candidati alla luce dei risultati dell'autovalutazione e comunque delle caratteristiche di *diversity* e di professionalità degli amministratori che, se eletti, andranno comporre il nuovo *board*¹⁰².

Occorre tuttavia rilevare che, pur trattandosi di presidi importanti a fini di trasparenza, essi rischiano di ridursi a vuoti simulacri senza l'effettiva partecipazione dei soci istituzionali al processo di selezione dei candidati. In tale caso il coinvolgimento degli azionisti – quantomeno di quelli che sono legittimati a presentare una lista – costituisce diretta emanazione dei doveri degli amministratori, e segnatamente del dovere di istruire adeguatamente le proprie decisioni¹⁰³. La partecipazione dei soci alle singole fasi in cui si articola il processo di selezione dei candidati è funzionale non soltanto al monitoraggio su eventuali interferenze del socio di controllo, che in violazione delle regole procedurali tenta di inserire candidati a lui graditi, ma anche alla formazione della lista dei candidati secondo criteri di diligenza e professionalità. Invero, i soci sono in grado, confrontandosi eventualmente anche con il presidente del comitato nomine, di riversare le proprie preferenze all'interno del procedimento consiliare che porta alla formazione della lista; tanto attraverso la segnalazione di eventuali profili di criticità, laddove un candidato sia sprovvisto dei requisiti di professionalità o sia troppo vicino al socio di controllo, quanto attraverso la richiesta di inserimento di un candidato che possieda determinate competenze (in materia di sostenibilità, *cybersecurity*, intelligenza artificiale¹⁰⁴ etc.).

6. LA CONSULTAZIONE DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI TRA FUNZIONE COMPOSITORIA DEL METODO COLLEGIALE, INDIVIDUAZIONE DEI PRESUPPOSTI DI APPLICABILITÀ DELLA *BUSINESS JUDGEMENT RULE*

¹⁰² Sul punto già prima della nuova versione del Codice di Corporate Governance v. E. PUCCI, *Regole di composizione e presentazione della lista del consiglio di amministrazione uscente*, cit., 89 ss.; P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina*, in *Riv. soc.*, 279.

¹⁰³ A. PERRONE-P.M. SANFILIPPO, *La lista presentata dal consiglio di amministrazione nelle società a proprietà concentrata*, cit., 7.

¹⁰⁴ Sulle competenze degli amministratori richieste nell'era dell'innovazione digitale v. N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Il diritto societario incontra il diritto dell'informazione: IT, corporate governance e Corporate Social Responsibility*, in *Riv. soc.*, 2020, 1370 ss.

Per comprendere meglio l'impatto che le interlocuzioni con gli azionisti possono produrre sul complessivo sistema di *corporate governance* delle società quotate, si rende opportuno ricostruire, sotto il profilo funzionale, la ragione dell'adozione del metodo collegiale nel procedimento che conduce all'assunzione delle decisioni consiliari.

Com'è noto, secondo parte della dottrina, la ragione dell'imposizione del metodo collegiale nella s.p.a., nel caso di amministrazione pluripersonale, sarebbe da individuare, piuttosto che nella composizione dei diversi interessi in gioco, nella necessità di assicurare la coerenza e l'unità della gestione attraverso una ponderata assunzione delle decisioni consiliari alla luce dell'interesse sociale¹⁰⁵. Altri, invece, assegnano alla collegialità consiliare una funzione in senso lato dialettica, nel cui ambito troverebbe tutela un *interesse al controllo su efficienza e correttezza dei comportamenti gestori*, dal cui novero però devono essere esclusi eventuali *interessi secondari* che gli azionisti di minoranza facciano confluire in seno al consiglio per il tramite degli amministratori da loro nominati¹⁰⁶. Altri, infine, vedono nella collegialità lo strumento di composizione tra interessi diversi; funzione che si sostituirebbe¹⁰⁷ o si aggiungerebbe¹⁰⁸ a quella di attenta ponderazione delle decisioni consiliari.

Tuttavia, pare che la *ratio* del metodo collegiale non possa essere individuata una volta per tutte, ma debba essere declinata diversamente a seconda dell'assetto statutario e della tipologia di società presa in considerazione¹⁰⁹. Così, accanto a società a base ristretta dove la collegialità assume valenza esclusivamente ponderatoria, saranno rinvenibili società in cui, attraverso clausole *ad hoc* inserite nello statuto, viene dai soci dato formale ingresso alle istanze partecipative e/o di controllo relative ai diversi interessi che ruotano intorno alla grande impresa azionaria. Si pensi all'introduzione di clausole che prevedano il meccanismo del c.d. *simul*

¹⁰⁵ P. ABBADESSA, *I poteri di controllo degli amministratori di minoranza (membri del comitato esecutivo con voto consultivo?)*, in *Giur. comm.*, 1980, I, 816; V. CALANDRA BOUNAURA, *Amministrazione disgiuntiva e società di capitali*, Milano, 1984, 46 s.; O. CAGNASSO, *L'amministrazione collegiale e la delega*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 4, Torino, 1991, 250. *Contra* M. STELLA RICHTER JR, *La collegialità del consiglio di amministrazione tra ponderazione dell'interesse sociale e composizione degli interessi sociali*, in *Amministrazione ed amministratori di società per azioni*, a cura di Libonati, Milano, 1995, 289 s., nt. 24, secondo cui sarebbe proprio la composizione e la ponderazione dei diversi interessi a garantire l'unità della gestione e l'efficienza delle decisioni consiliari.

¹⁰⁶ Ne deriva la legittimità di clausole che derogano ai sistemi di nomina o alle regole di funzionamento del consiglio di amministrazione, qualora siano finalizzate a valorizzare tale istanza partecipativa: P.M. SANFILIPPO, *Sistemi di nomina degli amministratori e istanze partecipative nelle società per azioni. Profili problematici*, in *Studi in onore di Umberto Belviso*, Vol. 1, Bari, 2011, 731; ID., *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, Torino, 2000, 122.

¹⁰⁷ S. CORSO, *Gli interessi "per conto di terzi" degli amministratori di società per azioni*, Torino, 2015, 245 ss., che valorizza la portata sistematica dell'art. 2391 c.c., il quale consentirebbe di far confluire nel procedimento deliberativo tutti gli interessi rilevanti in una determinata operazione.

¹⁰⁸ M. STELLA RICHTER JR, *La collegialità*, cit., 300 ss.

¹⁰⁹ Cfr. M. STELLA RICHTER JR, *op. ult. cit.*, 309 ss.

stabunt simul cadent, all'attribuzione della facoltà di nominare un *board observer*¹¹⁰, all'emissione di strumenti finanziari partecipativi, al voto di lista etc.

Per quanto interesse in questa sede, nelle società aperte al mercato, e in particolare in quelle quotate, è la stessa legge ad assegnare alla collegialità consiliare una funzione compositoria: la pluralità delle fonti di nomina e delle funzioni attribuite dalla legge ai singoli consiglieri di amministrazione (esecutivi, non esecutivi, indipendenti) non può che tradursi in una “collegialità delle diversità”, dove la considerazione delle diverse istanze, provenienti dalle diverse tipologie di soci, contribuisce a una corretta ed efficiente individuazione di quello che, secondo la valutazione del consiglio di amministrazione, è di volta in volta l'interesse sociale declinato nel lungo periodo¹¹¹; il quale non può essere definito una volta per tutte, ma soltanto di volta in volta e in una dimensione essenzialmente *programmatica, procedimentale e dialogica*¹¹².

Da qui l'importanza non tanto del *contenuto* della decisione, cioè del *risultato finale* del contemperamento, ma del *metodo* (per così dire, del *processo*) attraverso cui il consiglio attua l'analisi, la discussione e la decisione sui temi attinenti alla gestione¹¹³. È noto, infatti, che *in tanto* le decisioni degli amministratori possono ricadere sotto l'ombrello protettivo della *business judgment rule in quanto* il loro agire sia scandito da precise regole procedimentali, sul presupposto che le scelte imprenditoriali, per poter usufruire del crisma dell'insindacabilità, devono essere assunte sulla base di un *quantum* di informazioni adeguato (art. 2381, 6° comma, c.c.)¹¹⁴. Da tale punto di vista, il coinvolgimento degli azionisti, se previsto nella politica del

¹¹⁰ I. POLLASTRO, *La figura dell'osservatore nel consiglio di amministrazione: qualche prima considerazione*, in *Dialoghi di diritto dell'economia*, 2023, 1 ss.

¹¹¹ P. CUOMO, *Il consiglio di amministrazione*, cit., 86, secondo cui il piano industriale avrebbe proprio la funzione di “esteriorizzare e cristallizzare” in un lasso di tempo dato l'interesse sociale di lungo periodo.

¹¹² G. MEO, *L'amministrazione delle società quotate*, in *Il Testo unico finanziario. Mercati ed emittenti*, diretto da Cera e Presti, Bologna, Vol. II, 2020, 1816 ss.; cfr. P. CUOMO, *Il consiglio di amministrazione*, cit., in *Riv. soc.*, 2021, 83 s., a parere del quale il Codice di Corporate Governance, là dove raccomanda l'adozione di una politica volta a procedimentalizzare i dialoghi con gli azionisti e gli altri *stakeholders* dell'impresa (principio IV), “implica una rilettura della funzione della collegialità, che la affranchi definitivamente dalla tradizionale visione che le assegna una finalità di mera tutela della coerenza dell'amministrazione, nella prospettiva di un'accentuazione della sua funzione di garanzia del carattere dialettico della gestione dell'impresa”. Nonostante il riferimento alla composizione degli interessi, l'Autore sembra comunque assegnare alla collegialità una funzione meramente ponderatoria, nella misura in cui mostra di intendere la nozione di interesse sociale in modo tipizzato, quale interesse “all'accrescimento nel lungo termine del valore delle azioni (e delle pretese degli altri finanziatori dell'impresa)”, e allora come criterio alla cui stregua valutare la compatibilità degli interessi (secondari) di volta in volta rappresentati o comunque portati all'attenzione dell'organo amministrativo. Ricostruiscono invece l'interesse sociale in un'ottica eminentemente procedimentale assegnando agli amministratori il compito di comporre i diversi interessi riferibili ai soci: C. ANGELICI, *La società per azioni. I. Principi e problemi*, Milano, 2012, 101 e, per le società a partecipazione pubblica, G. GUIZZI, *Interesse sociale e governance delle società pubbliche*, in *La governance delle società pubbliche nel d.lgs. n. 175/2016*, a cura di Guizzi, Milano, 2017, 8; Così, P. MONTALENTI, *Società, mercati finanziari*, cit., 12. Sugli errori di “ipermetropia” in cui possono incorrere gli amministratori di società per azioni quando assumono decisioni sempre e comunque ispirate da logiche *long-term* v. M. STELLA RICHTER JR, *Long-Termism*, in *Riv. soc.*, 2021, 41 ss.

¹¹³ Cfr. C. ANGELICI, *Interesse sociale e business judgment rule*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, 593 ss.

¹¹⁴ V. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, cit., 287.

dialogo adottata dal consiglio di amministrazione, nell'esercizio dei propri poteri organizzativi, produce una conseguenza potenzialmente dirompente: sotto il profilo dell'istruzione della delibera consiliare e della conseguente applicabilità della *business judgement rule*, devono essere ritenuti rilevanti non solo i flussi informativi provenienti dall'interno della struttura organizzativa, ma anche quelli raccolti dal *plenum* tramite l'ascolto delle istanze, delle prospettive, dei punti di vista manifestati dagli azionisti istituzionali per il tramite di appositi strumenti di dialogo e/o di partecipazione (in senso lato) al procedimento decisionale¹¹⁵.

L'allargamento dei temi del dialogo alle questioni attinenti alla sostenibilità esterna dell'attività d'impresa (*gender quality*, emissioni di gas serra, sicurezza sul lavoro etc.) complica, e non di poco, questo quadro¹¹⁶. Sia che si tratti di fondi che pretendano una maggiore attenzione alla gestione dei rischi c.d. sistemici sia che (e, anzi, a maggior ragione se) si tratti di fondi che espressamente perseguono uno o più obiettivi ambientali e/o sociali sorge spontaneo l'interrogativo se gli amministratori siano obbligati a dialogare con i soci e, ancor prima, a vincolarsi con l'approvazione della politica di impegno. Parte della dottrina è orientata in senso affermativo sulla base della considerazione secondo cui sarebbe la stessa normativa europea a fare degli investitori istituzionali i naturali portatori in consiglio delle preferenze ESG dei propri clienti (e degli altri *stakeholders*)¹¹⁷.

In realtà pare preferibile lasciare liberi gli amministratori nella scelta della soluzione organizzativa che essi ritengono più idonea, anche in considerazione della stretta inerenza delle tematiche ESG alle linee essenziali della strategia imprenditoriale e, quindi, al nucleo esclusivo delle competenze dell'organo gestorio¹¹⁸. Costringere gli amministratori a programmare e/o intrattenere il dialogo con i soci su tali temi significherebbe non soltanto minare l'efficienza decisionale del consiglio, ma comprimere senza alcuna valida ragione la discrezionalità gestoria in relazione alla determinazione delle tecniche organizzative strumentali all'acquisizione delle informazioni rilevanti per l'assunzione di una determinata decisione imprenditoriale. D'altronde, come è stato autorevolmente sostenuto, la decisione su come gli interessi degli azionisti e quelli degli altri *stakeholders* – a volte concorrenti, a volte conflittuali – debbano essere bilanciati

¹¹⁵ G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori con gli azionisti*, cit., 721 ss.

¹¹⁶ Rilevano la sempre maggiore diffusione del fenomeno M. BIANCHI-M. MILIČ, *Le politiche di engagement delle società tra teoria e prassi*, in *Riv. soc.*, 2021, 1324.

¹¹⁷ G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori*, cit., 729 ss., secondo cui tale soluzione, da un lato, mitigherebbe l'esclusiva allocazione in capo all'organo amministrativo della responsabilità circa la risoluzione del conflitto tra interesse dei soci e interesse degli *stakeholder*; dall'altro, presenterebbe il vantaggio di affidare il compito di "fattorizzare" i temi legati alla sostenibilità a soggetti nei cui confronti gli amministratori devono pur sempre rispondere in base alle regole di diritto societario.

¹¹⁸ L. CALVOSA, *La governance delle società quotate italiane nella transizione*, cit., 313; M. STELLA RICHTER JR, *Profili attuali dell'amministrazione*, cit., 424.

costituisce “l’essenza stessa della gestione, è il nucleo del potere, della discrezionalità e della responsabilità di chi siede in un consiglio di amministrazione”¹¹⁹.

Tuttalpiù si potrebbe ritenere, facendo leva sulla clausola generale di adeguatezza degli assetti organizzativi, che tale condotta divenga doverosa a fronte del ricorso da parte dei soci alla qualifica di società benefit o dell’inclusione all’interno dello statuto di clausole che impongano la considerazione di interessi diversi da quelli degli azionisti (c.d. clausole sul *corporate purpose*)¹²⁰. Ma anche tale ipotesi, a seguito di una riflessione più attenta, non si rileva immune da difetti. Se è vero che, nel caso di volontaria inclusione dei temi attinenti alla sostenibilità all’interno dello scopo sociale, gli amministratori sono obbligati a prendere in considerazione interessi diversi da quello al mero profitto, è altrettanto vero che resta ferma la loro discrezionalità tanto con riguardo alle strategie da adottare, quanto con riguardo ai presidi organizzativi maggiormente idonei a fornire un’adeguata base informativa per le decisioni consiliari dirette al perseguimento di obiettivi di sostenibilità. Anche in punto di assetti organizzativi, finalizzati alla raccolta delle istanze di *stakeholders* e azionisti, è difficile ammettere un sindacato giudiziale avente ad oggetto la ragionevolezza delle scelte organizzative effettuate, posto che le opzioni percorribili dagli amministratori anche nella materia in esame sono più di una: instaurazione di canali di comunicazione selettiva con soci e *stakeholders*, istituzione di un comitato endoconsiliare con competenze in tema di sostenibilità, attribuzione a un terzo della facoltà di assistere alle riunioni consiliari etc. Si tratta, all’evidenza, di scelte che richiedono un’attenta analisi dei costi e dei benefici e che, implicando per tale motivo l’assunzione di un rischio, non possono che rientrare dell’ambito di applicazione della *business judgment rule*, allo stesso modo delle decisioni consiliari che, sulla base degli assetti in precedenza predisposti, fissino gli obiettivi strategici che devono guidare l’azione gestoria o approvino determinate operazioni sulla base di considerazioni *ESG-oriented*¹²¹.

Peraltro, la conclusione dell’applicabilità della *business judgment rule* alle scelte in materia ESG non riscuote consenso unanime, posto che secondo alcuni ne deriverebbe la forte attenuazione dell’*accountability* degli amministratori: nel senso che si realizzerebbe una notevole espansione del *safe harbour* garantito dalla regola menzionata che proteggerebbe di fatto qualsivoglia decisione gestoria degli amministratori pregiudizievole per gli interessi dei soci e/o degli *stakeholders*, purché supportata da un adeguato supporto informativo e da una

¹¹⁹ M. VENTORUZZO, *Il nuovo Codice di Corporate Governance 2020: le principali novità*, in *Le Società*, 2020, 441; v. anche A. DACCÒ, *Spunti di riflessione su capitalismo sostenibile e strumenti a disposizione*, in *BBTC*, 2022, II, 389 e s.

¹²⁰ U. TOMBARI, *Corporate purpose e diritto societario: dalla “supremazia degli interessi dei soci” alla libertà di scelta dello scopo sociale*, 2021, 1 ss.

¹²¹ Giunge alla stessa conclusione L. DELLA TOMMASINA, *Sustainability-Related Disclosures in Financial Services and Dialogue Policies in Listed Companies*, in *ECFR*, 2022, 820 s.

adeguata motivazione¹²². Ma d'altronde, quantomeno nell'attuale contesto normativo, e fino all'approvazione della direttiva sulla *due diligence*, non sembrano esservi spazi per poter individuare in via interpretativa criteri che consentano di svolgere un sindacato sull'attività di bilanciamento svolta dagli amministratori, salvo il caso di evidenti abusi¹²³.

SEZIONE II

SOMMARIO: 1. Le delibere assembleari di natura consultiva: confini della fattispecie e funzione. Il caso del say on climate – 2. La difficoltà di fondare il dovere degli amministratori di consultare gli azionisti sulla teoria delle c.d. competenze implicite – 3. La correttezza imprenditoriale e il dovere di motivazione della decisione consiliare in caso di scostamento

1. LE DELIBERE ASSEMBLEARI DI NATURA CONSULTIVA: CONFINI DELLA FATTISPECIE E FUNZIONE. IL CASO DEL SAY-ON-CLIMATE

Dal punto di vista degli amministratori e dell'adeguata istruttoria delle loro decisioni, lo strumento dei dialoghi extrassembleari sembra avere una connotazione funzionalmente equivalente a un'altra tecnica con cui i soci possono coagulare le proprie preferenze verso l'organo gestorio: le deliberazioni assembleari dal valore meramente consultivo. Invero, le due fattispecie non sembrano differire l'una dall'altra in ragione della valenza informativa che possiedono *nei confronti degli amministratori*, essendo accomunate dalla capacità di segnalare al consiglio di amministrazione le preferenze dei soci sulla *linea imprenditoriale* adottata¹²⁴; segnalazione che consiste nell'espressione di una valutazione, di ordine positivo o negativo, su un determinato atto gestorio prima della sua formale adozione e conseguente imputazione alla

¹²² M. STELLA RICHTER JR, *Società benefit e società non benefit*, in *Rivista ODC*, 2017, 2, 6 s.; ID, *Long termism*, in *Riv. soc.*, 2021, 48 s. (ove altre citazioni); S.A. CERRATO, *Appunti per una via italiana all'ESG. L'impresa costituzionalmente solidale (anche alla luce dei nuovi artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, in *AGE*, 2022, 96 ss.

¹²³ Cfr. M. LIBERTINI, *Gestione "sostenibile" delle imprese e limiti alla discrezionalità imprenditoriale*, in *Contratto e impresa*, 2023, 85, che infatti rileva come "gli spazi di discrezionalità, per gli amministratori e per i gruppi di comando della società, rimangono ampi e possono ritenersi limitati solo in casi estremi, in cui una scelta gestionale palesemente lesiva di diritti umani o dell'integrità ambientale sia consapevolmente adottata, a scapito di alternative finanziariamente sostenibili e ugualmente praticabili, anche se più costose"; L. CALVOSA, *La governance delle società quotate italiane*, cit., 314 ss.

¹²⁴ M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari "consultive" nella società per azioni*, in *Società, banche, crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi, Torino, 2014, 839, ove si leggono le lucide osservazioni dell'autore "sotto il profilo endosocietario...la previsione di una pronuncia consultiva dei soci serve infatti ad attivare uno scambio di informazioni con gli amministratori e a segnalare a questi ultimi le preferenze coltivate dai primi", e ancora "una funzione che si presenta, allora, ambivalente volgendosi tanto al singolo atto esaminato quanto alla *direzione futura* da prescegliere nell'esercizio dell'attività".

società¹²⁵. Se si adotta tale prospettiva esse differiscono sì, ma soltanto dal punto di vista meramente *quantitativo*, non possedendo i dialoghi, per il fatto di porsi al di fuori del circuito assembleare, l'ontologica vocazione a rendere manifeste le preferenze (della maggioranza) degli azionisti, con conseguente imputazione della delibera all'ente societario.

Il tratto che invece sembrerebbe connotare tipologicamente il voto consultivo rispetto agli scambi informativi privati è il peculiare valore di *orientamento* che lo stesso è in grado di veicolare; un valore che si esprime all'esterno dell'organizzazione sociale, e segnatamente *nei confronti del mercato*¹²⁶. Da un lato, perché i contenuti dei dialoghi extrassembleari tendono a rimanere segreti, dando così luogo ad asimmetrie informative tra soci, e tra questi e il resto degli investitori, che sono solitamente ignari degli esiti della discussione, mentre l'intervento assembleare a valenza consultiva “si lascia apprezzare positivamente in ragione della sua capacità di canalizzare nelle sedi istituzionali, e in regime di *disclosure* paritaria, temi di rilevanza strategica”¹²⁷. Dall'altro, perché il *tipo* di informazione data al mercato attraverso il voto consultivo è ontologicamente diversa da tutte le altre informazioni (anche di quelle di natura non finanziaria) diffuse dall'emittente in adempimento degli obblighi di legge, in quanto la delibera consultiva canalizza verso gli investitori la visione *condivisa e prospettica* dei soci e degli amministratori di una determinata società sulla politica imprenditoriale di medio-lungo periodo¹²⁸. Si tratta allora di un dato che non soltanto appare in controtendenza rispetto alla classica constatazione della perdita di centralità dell'organo assembleare, persino nella sua funzione informativa, ma che contribuisce a rendere l'emittente particolarmente competitivo nella gara concorrenziale con gli altri offerenti “prodotti finanziari azionari”¹²⁹.

Sotto il profilo dei valori giuridici prodotti, una deliberazione di *mero orientamento* si dimostra particolarmente adatta in un contesto di reciproca collaborazione tra soci e amministratori: dato il suo valore non vincolante, e quindi la sua incapacità di produrre valori giudici finali, il voto consultivo allarga il perimetro delle materie su cui i soci sono legittimati ad esprimersi, senza peraltro andare incontro alle obiezioni di ordine sistematico che sorgerebbero

¹²⁵ L. ORCIANI, *Il ruolo dell'assemblea degli azionisti nello sviluppo delle politiche di sostenibilità: say on pay, say on climate*, in *Imprese, mercati e sostenibilità: nuove sfide per il diritto commerciale*, XIV Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale “Orizzonti del Diritto Commerciale”, 26 27 maggio 2023, 15.

¹²⁶ Cfr. M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, cit., 1237 ss.; ID, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2013, 419.

¹²⁷ L. CALVOSA, *Say-on-climate e competenze assembleari nella società per azioni quotata*, in *Riv. soc.*, 2022, 1080.

¹²⁸ Mentre le altre informazioni diffuse dall'emittente, come quelle contenute nella DNF, danno rappresentazione a dati storici oppure al professionale punto di vista del consiglio di amministrazione sulla politica imprenditoriale da perseguire: L. CALVOSA, *Say-on-climate*, cit., 1078; L. ORCIANI, *Il ruolo dell'assemblea degli azionisti nello sviluppo delle politiche di sostenibilità*, 12.

¹²⁹ Cfr. E. GINEVRA, *Le società di capitali “aperte” tra codice civile e T.U.F.*, in *BBTC*, 2022, 884.

qualora un tema attinente alla gestione dell'impresa venisse devoluto alla competenza decisionale dell'assemblea.

Tale precisazione è importante soprattutto alla luce dei più recenti sviluppi in materia di deliberazioni consultive. Nata allo scopo di consentire ai soci di orientare gli amministratori nella determinazione dei loro compensi (c.d. *say on pay*), tale delibera ha riscontrato un sempre maggiore successo fino a trovare formale riconoscimento nella legislazione interna (art. 123-ter TUF, nella versione introdotta con il d.lgs. 259/2010)¹³⁰. Con l'affermarsi nel dibattito scientifico e negli orientamenti degli organi dell'Unione Europea della concezione che richiede agli investitori istituzionali di svolgere un attento *monitoring* sugli amministratori degli emittenti partecipati per promuovere una maggiore propensione verso logiche *long-term, social e green* (c.d. *ESG stewardship*), il voto consultivo ha acquisito, dal punto di vista funzionale, una nuova connotazione¹³¹. Dallo scopo di allineare l'interesse degli amministratori con quello dei soci¹³² si è passati a quello di raccogliere l'opinione degli investitori istituzionali sulle politiche climatiche elaborate dal consiglio di amministrazione (c.d. *climate transition plan*), con uno spostamento del baricentro dalla tutela dell'interesse degli azionisti alla massimizzazione del profitto a quello degli investitori istituzionali alla gestione dei rischi sistemici¹³³ o comunque alla tutela delle preferenze ESG dei propri clienti finali (c.d. fondi *green*).

Se all'inizio la prassi delle *shareholder proposals* si limitava a richiedere agli amministratori una migliore *disclosure* su dati attinenti all'impatto ambientale dell'emittente, le più recenti iniziative in materia di *say on climate* si sono spinte più avanti. Alcune sono volte a ottenere la convocazione dell'assemblea al fine di stimolare un voto consultivo sulle politiche ambientali dell'emittente (c.d. *precatory resolutions*). Altre sono invece volte ad imporre agli amministratori condotte ben determinate: dall'indicazione all'interno del piano di transizione climatica degli obiettivi di riduzione delle emissioni di CO2 fino ad arrivare all'adozione di

¹³⁰ Sul c.d. *say on pay* v. E. CODAZZI, *Il voto degli azionisti sulle politiche di remunerazione degli amministratori: la disciplina italiana e il modello comunitario di "say on pay"*, in *ODC*, 2016, 3 ss.; C. GARILLI, *Il coinvolgimento di soci e stakeholders nella determinazione delle remunerazioni degli amministratori prime riflessioni alla luce della proposta di direttiva modificativa della Shareholder Rights Directive*, in *ODC*, 2016, 2 ss.

¹³¹ Per ora in Europa il fenomeno del *say on climate* ha interessato 23 società che hanno previsto almeno una votazione relativa alle politiche di perseguimento degli obiettivi climatici: ASSONIME, *Ciclo di seminari sulla Corporate Governance. Il ruolo dell'assemblea: say on pay, say on climate*, 8 marzo 2022, 16.

¹³² C. GARILLI, *Il coinvolgimento di soci e stakeholders nella determinazione delle remunerazioni degli amministratori*, cit., 5. D'altronde già G. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Napoli, 1956, 104, rilevava come il codice civile del 1942 aveva previsto espressamente la votazione assembleare sulla materia dei compensi degli amministratori proprio per evitare che, a causa del conflitto di interessi in cui versano gli amministratori venisse danneggiato l'interesse della società.

¹³³ F. JAEGER, *Say No to Climate Change, Say Yes to 'Say on Climate'*, in *Oxford Business Law Blog*, 13 July 2021; P. KRUEGER, Z. SAUTNER, L.T. STARKS, *The Importance of Climate Risks for Institutional Investors*, in *ECGI Finance Working Paper N° 610/2019*, 1 ss.

specifiche misure¹³⁴. Atteso che la determinazione della politica ambientale (utilizzo di fonti energetiche rinnovabili, obiettivi in materia di emissioni, scelta dei fornitori) rientra nell'ambito delle prerogative del *board* in materia di programmazione strategica, parte della dottrina non ha mancato di sottolineare il pericolo che si verifichi una invasione di competenze da parte degli *shareholders*¹³⁵.

Il problema si pone per quegli ordinamenti dove agli azionisti è precluso chiedere la convocazione dell'assemblea su materie attinenti alla gestione e/o dare direttive vincolanti agli amministratori (Germania, Francia, Italia, Olanda). Fa eccezione quindi l'ordinamento inglese che, come è ampiamente noto, rinvia agli *articles of association* per la determinazione del riparto di competenze tra *board* e *shareholders*, con il conseguente corollario che questi ultimi possono riservarsi la facoltà di emettere istruzioni vincolanti nei confronti dei *directors*¹³⁶. Nel modello standard di *articles of association*, che trova applicazione in assenza di esplicito *opt-out* da parte degli azionisti¹³⁷, tale potere è espressamente previsto, e può essere esercitato a condizione che la deliberazione venga approvata a maggioranza rafforzata (75% dei voti in circolazione)¹³⁸.

Nell'ordinamento italiano il potere di impartire direttive vincolanti in materia climatica fuoriesce certamente dall'ambito delle prerogative legittimamente conferibili agli azionisti, anche per via statutaria¹³⁹, essendo ammissibile soltanto il ricorso al voto consultivo al fine di orientare le decisioni strategiche del consiglio di amministrazione. Sul modello delle autorizzazioni disciplinate dall'art. 2364, comma 1, n. 5, che delinea il limite massimo del potere di ingerenza conferibile agli azionisti, il paradigma del voto consultivo mantiene intatti sia il potere di iniziativa degli amministratori nella fase genetica del procedimento, sia il loro potere decisionale circa l'attuazione del programma, posto che gli stessi sono sempre liberi di modificare gli obiettivi strategici che avevano originariamente inserito nel piano sottoposto alla votazione assembleare¹⁴⁰. Differisce dalla riserva all'assemblea del potere di autorizzare singoli atti degli

¹³⁴ D. LITOWITZ-L. ARYANI-SHEARMAN STERLING, *Trends in E&S Proposals in the 2022 Proxy Season*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 28 novembre 2022.

¹³⁵ S. COOLS, *Climate Proposals: ESG Shareholder Activism Sidestepping Board Authority*, in *Research Handbook on Environment, Social and Corporate Governance*, a cura di T. Kuntz, Edward Elgar, in corso di pubblicazione, disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4377030.

¹³⁶ S. GOMTSIAN, *Shareholder Engagement and Voting in the United Kingdom*, in *The Cambridge Handbook of Shareholder Engagement and Voting*, cit., 432; P. DAVIES, S. WORTHINGTON-C. HARE, *Gower Principles of Modern Company Law*, Sweet&Maxwell, 2021, 225.

¹³⁷ P. DAVIES, S. WORTHINGTON, C. HARE, *op. cit.*, 25.

¹³⁸ Si tratta della *resolution* solitamente utilizzata in cambio di *say on climate*. V. Model Articles, Art. 4, par. 1.

¹³⁹ V. PINTO, *Art. 2380-bis*, cit., 1170 ss.

¹⁴⁰ L. CALVOSA, *Say-on-climate*, cit., 1081. Sulla riserva in capo agli amministratori del potere di decidere il compimento dell'operazione v. V. PINTO, *Art. 2364*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Milano, 2016, 850 ss.

amministratori perché l'eventuale diniego del parere favorevole non possiede alcun valore ostativo rispetto al compimento dell'operazione¹⁴¹.

Non pare quindi di potersi condividere quella opinione, seppur autorevolmente sostenuta, secondo cui il dettato dell'art. 2367 c.c. non precluderebbe ai soci di richiedere la convocazione dell'assemblea per esprimersi, anche soltanto per scopi consultivi, su materie che riguardano la gestione dell'impresa¹⁴². Se è vero che nel caso di voto consultivo su politiche ambientali la delibera assembleare per definizione non è in grado di vincolare la discrezionalità degli amministratori¹⁴³ (salvo quanto si dirà, in seguito, sulla motivazione della decisione consiliare), è altrettanto vero che l'iniziativa procedimentale dei soci presuppone pur sempre la redazione e sottoposizione all'assemblea di un documento contenente gli obiettivi di riduzione degli emissioni, le scelte programmatica in materia di rapporti con i fornitori, le modalità di produzione di prodotti e servizi, insomma un vero e proprio piano strategico. Al di là di considerazioni attinenti alla preparazione tecnica dei soci, dotate di sempre minore mordente a seguito dell'emersione della categoria degli investitori istituzionali, che potrebbero ben essere in grado di presentare, sulla base dell'analisi delle informazioni contenute nella DNF¹⁴⁴, obiettivi strategici sulla riduzione dell'impatto ambientale dell'emittente, se non dei veri e propri piani climatici completi in ogni elemento, ciò che osta al riconoscimento di un potere propulsivo nella fattispecie considerata è, di nuovo, il divieto di intromissione dei soci nel nucleo essenziale della gestione¹⁴⁵. Pur essendo obiettivamente preferibile il dibattito assembleare rispetto alla discussione privata tra soci e amministratori sulle questioni climatiche, la tutela riconosciuta all'esigenza di trasparenza non può spingersi fino al punto di ipotizzare l'intromissione dei soci nella programmazione dell'attività imprenditoriale¹⁴⁶, pena il sovvertimento fin dalle radici di

¹⁴¹ P. ABBADESSA-A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, 289.

¹⁴² P. ABBADESSA-A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, cit., 288. Più di recente, e con riguardo proprio alle delibere consultive aventi ad oggetto i temi della responsabilità sociale d'impresa: A. DACCÒ, *Spunti di riflessione su capitalismo sostenibile e strumenti a disposizione*, in *BBTC*, 2022, 386; P. FIORIO, *Commento all'art. 2367*, in *AA.VV., Il nuovo diritto societario*, Commentario diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso e Montalenti, I, Bologna, 2004, 519.

¹⁴³ Tant'è che si è discusso se essa rientri "nell'area concettuale della "fattispecie deliberativa": M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari "consultive" nella società per azioni*, cit., 822.

¹⁴⁴ Per la concezione che vede negli investitori istituzionali i destinatari privilegiati della comunicazione in materia di sostenibilità v. M. RESCIGNO, *Note sulle regole dell'impresa sostenibile. Dall'informazione non finanziaria all'informativa sulla sostenibilità*, in *AGE*, 2022, 173; G. BALP, G. STRAMPELLI, *Institutional Investors as the Primary Users of Sustainability Reporting*, in *AA.VV., The Cambridge Handbook of EU Sustainable Finance: Regulation, Supervision and Governance*, Cambridge University Press, 2023, in corso di pubblicazione, disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4495602.

¹⁴⁵ M. LIBERTINI-A. MIRONE-P.M. SANFILIPPO, *Commento all'art. 2367*, in *L'assemblea di società per azioni. Artt. 2363-2379-ter*, Milano, 2016, 128; V. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, cit., 56; S. ROSSI, *Integrazione dell'ordine del giorno dell'assemblea nelle società quotate*, in *AA.VV., La tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario*, a cura di L. De Angelis e N. Rondinone, Torino, 2008, 41, nt. 25.

¹⁴⁶ C. ANGELICI, *In tema di rapporto fra "amministrazione" e "controllo"*, in *Dialogo sul sistema dei controlli nelle società*, cit., 150 ss.

uno dei tratti essenziali dell'organizzazione corporativa della società per azioni. Del pari, e per le stesse ragioni, deve ritenersi inammissibile una richiesta avanzata dai soci per ottenere l'integrazione dell'ordine del giorno di un'assemblea già convocata (art. 126-bis). Né per superare tale barriera varrebbe invocare considerazioni attinenti alla eventuale *connessione* con ulteriori materie indicate nell'avviso di convocazione confezionato dagli amministratori laddove queste rientrino nella competenza dell'assemblea¹⁴⁷: si pensi a un'assemblea convocata per *approvare* (in senso tecnico)¹⁴⁸ la politica di remunerazione predisposta dagli amministratori¹⁴⁹, la quale per contribuire come richiesto dalla legge, tra le altre cose “alla sostenibilità della società”, potrebbe ancorare la componente variabile della remunerazione a *target* di riduzione delle emissioni di anidride carbonica (art. 123-ter TUF, commi 2-bis e 2-ter).

2. LA DIFFICOLTÀ DI FONDARE IL DOVERE DEGLI AMMINISTRATORI DI CONSULTARE GLI AZIONISTI SULLA TEORIA DELLE C.D. COMPETENZE IMPLICITE

Il discorso finora svolto impone di interrogarsi se esistano altri percorsi argomentativi che rendano possibile affermare il necessario coinvolgimento dei soci nell'elaborazione di una strategia climatica. Invero, la conclusione della totale discrezionalità degli amministratori sul punto si dimostra insoddisfacente, almeno per due ordini di ragioni: a) non tiene adeguatamente conto del fatto che è la stessa legge ad assegnare agli azionisti istituzionali la funzione di monitoraggio degli indirizzi strategici degli emittenti¹⁵⁰, e segnatamente delle modalità con cui gli amministratori dell'emittente gestiscono i rischi di natura sistemica, (art. 124-*quinquies* ss., artt. 6, 8 e 9 SFRD); b) non valorizza adeguatamente il dovere degli amministratori di *agire in modo informato* nell'assunzione di decisioni strategiche.

Una prima via per dare risposta a tale esigenza di tutela potrebbe essere quella di ipotizzare una competenza implicita dell'assemblea. Com'è noto, anche a seguito dell'inequivocabile svolta managerialista compiuta dalla riforma del 2003, parte della dottrina ha tentato di ritagliare una sfera di competenze legali non scritte dell'assemblea in materia di gestione dell'impresa. Secondo

¹⁴⁷ L. CALVOSA, *Say-on.climate*, cit., 1082.

¹⁴⁸ I. CAPELLI, *Le remunerazioni*, in *Il Testo Unico finanziario*, cit., 1910 ss., che correttamente discorre in termini di approvazione e sottolinea come l'esito negativo della votazione, salvo il caso di circostanze eccezionali, obblighi gli amministratori a introdurre modifiche sostanziali alla politica originariamente proposta agli azionisti.

¹⁴⁹ È noto come, nonostante la Direttiva 828/2017 lasciasse ampia libertà agli Stati membri nella decisione circa la natura vincolante o meno del voto degli azionisti sulla prima sezione della Relazione sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti, il legislatore italiano abbia optato con la legge di recepimento (d.lgs. 49/2018) per la soluzione maggiormente rigorosa.

¹⁵⁰ Cfr. V. CALANDRA BUONAURA, *La gestione dell'impresa della società per azioni nella riforma*, in *La riforma del diritto societario dieci anni dopo. Per i quarant'anni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 2015, 137 e nt 23. Si noti che, se venisse approvata la *corporate due diligence directive*, l'adozione di un piano climatico diverrebbe obbligatorio per tutte le società di maggiori dimensioni e per quelle appartenenti a determinati settori (art. 15 CSDD, nella versione approvata dal Parlamento europeo il 1° giugno 2023). Cfr. M. STELLA RICHTER JR, *Corporate Sustainability Due Diligence: noterebbe semiserie su problemi serissimi*, in *Riv. soc.*, 2022, 71.

tale teoria, che è stata ribadita anche di recente dal suo ideatore¹⁵¹, sulla scorta di importanti avalli giurisprudenziali, esisterebbe una serie di operazioni che, pur rientrando formalmente nell'area dei poteri riservati dagli amministratori, “per la loro rilevanza economica e per la loro capacità di incidere in profondità sulla struttura organizzativa dell'impresa sociale e dei diritti dei soci (anche solo rendendoli mediati) si avvicinano a materie di competenza propria dell'assemblea”¹⁵².

Tale teoria è stata sottoposta nel corso del tempo a una serie di precisazioni e/o declinazioni interpretative: secondo alcuni, partendo da una serie di disposizioni contenute nell'impianto codicistico (artt. 2365, 2420-*bis*, 2441, 2487, 2500-*sexies*, 2502 c.c. e art. 133 T.U.F.) sarebbe possibile fare ricorso all'analogia *legis* per affermare la competenza dell'assembleare straordinaria ogniqualvolta da una determinata operazione gestoria dalla rilevante portata strategica (conferimento dell'intera azienda, trasferimento di una partecipazione di controllo di rilevanti dimensioni, quando la società eserciti l'attività di *holding*, stipulazione di un contratto di collegamento gerarchico *ex art. 2497-septies* etc.) derivi la sostanziale modificazione del contenuto della partecipazione azionaria del socio; modificazione che, se venisse attuata tramite modificazione dello statuto, farebbe sorgere il diritto dei soci di esercitare il recesso e ottenere la liquidazione dell'investimento *ex art. 2437*, lett. g, c.c.¹⁵³ Secondo una diversa prospettiva interpretativa, basata sull'applicazione analogica dell'art. 2361 c.c., 2° comma, c.c., fuoriuscirebbero dal principio di esclusiva competenza gestoria degli amministratori, e quindi dal loro potere decisionale, tutte quelle operazioni che, comportando la cessione di parte o di tutto il patrimonio della società (o comunque di suoi *asset strategici*), generino una modificazione del profilo di rischio dell'investimento talmente rilevante da essere del tutto assimilabile a quella che consegue all'acquisto di partecipazioni in società a responsabilità illimitata (ad es. rilascio di una fideiussione *omnibus*)¹⁵⁴.

¹⁵¹ G.B. PORTALE-N. DE LUCA, *Interessi primordiali degli azionisti e competenze implicite dell'assemblea*, in *BBTC*, 2019, 757 ss.

¹⁵² Così G.B. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, vol. II, Torino, 2006, 1 ss.

¹⁵³ Per cui la partecipazione da quel momento in poi diverrebbe meramente indiretta: M. MAUGERI, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.*, cit., 411 ss. Per un catalogo completo delle ipotesi di c.d. *Mediatisierungseffekt* v. P. ABBADESSA, *La competenza assembleare in materia di gestione nella s.p.a.*, in *Amministrazione e controllo*, cit., 7 ss.

¹⁵⁴ G.B. PORTALE, *Tra diritto dell'impresa e metamorfosi della s.p.a.*, in *Società, banche, crisi d'impresa*, cit., 2014, 107, 141 ss. V. PINTO, *Brevi osservazioni in tema di deliberazioni assembleari e gestione dell'impresa nella società per azioni*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2004, 450 ss.; ID, *Art. 2364*, cit., 862; I. KUTUFÀ, *L'assunzione di partecipazioni in altre imprese tra questioni di competenza e problemi di responsabilità*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2022, 1609. Secondo V. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni*, cit., 63, che provocazione la mutazione genetica dell'oggetto sociale o dei diritti partecipativi dei soci sarebbero incompatibili con gli stessi concetti di “gestione dell'impresa” e “attuazione dell'oggetto sociale”.

Dalle vicende sopra descritte, che si sostanziano nell'allargamento del catalogo legale delle competenze assembleari, deve essere distinto il caso in cui gli amministratori modifichino con una propria decisione il programma di attività inizialmente adottato dai soci (art. 2361, 1° comma, c.c.), realizzando quella che si presta ad essere descritta più efficacemente come vera e propria *usurpazione* di prerogative assembleari, posto che la legge riserva ai soci la competenza a determinare l'oggetto sociale¹⁵⁵.

Ciò che accomuna tutte le teorie sopra esposte è la medesima esigenza di tutela: sotto il profilo fisiologico, quella di individuare un rimedio di carattere *preventivo* basato su una regola di *competenza* che, mettendo in scena nella sede assembleare il conflitto tra politica imprenditoriale degli amministratori e gruppo dei soci *nella sua interezza*, riesca a temperare la rigidità del criterio gerarchico su cui si regge l'architettura corporativa dell'impresa azionaria. Sotto il profilo patologico, quella di mettere a disposizione dei soci dissenzienti strumenti di tutela *reale*, come l'esercizio del diritto di recesso o, in caso di mancato interpello dell'organo assembleare, il potere di impugnazione delle delibere consiliari *ex art. 2388, 4° comma, c.c.*¹⁵⁶, in ciò distinguendosi rispetto alle opposte soluzioni incentrate sulla responsabilità degli amministratori (art. 2392 c.c.)¹⁵⁷.

Venendo al tema che ci occupa, anche a voler tralasciare le obiezioni – ampiamente note – sollevate contro la teoria delle c.d. competenze implicite da altrettanto autorevole dottrina¹⁵⁸, l'ostacolo maggiore a un'operazione di *autointegrazione* all'interno del tipo s.p.a., per superare il disposto apparentemente inequivocabile dell'art. 2380-*bis*, è la natura programmatica dei piani climatici. Poiché tali documenti possiedono valore *prospettico*, e sono quindi essenzialmente inidonei ad incidere sulla struttura dell'impresa o della partecipazione sociale¹⁵⁹, non fanno sorgere nell'interprete l'esigenza di individuare uno strumento di tutela dei soci diverso rispetto a quello della responsabilità degli amministratori¹⁶⁰. Semmai, l'interesse degli azionisti a *monitorare* (ed eventualmente interdire) determinate operazioni degli amministratori sorgerà in un secondo momento, cioè in occasione dell'adozione delle delibere consiliari che danno esecuzione alla strategia climatica adottata. Si pensi al trasferimento di un *asset* strategico motivato sul presupposto del suo eccessivo impatto inquinante o, ancora, a decisioni che,

¹⁵⁵ M. LIBERTINI-A. MIRONE-P.M. SANFILIPPO, *Art. 2364*, cit., 40.

¹⁵⁶ V. PINTO, *Funzione amministrativa e diritti degli azionisti*, cit., 241 ss.

¹⁵⁷ G.B. PORTALE, N. DE LUCA, *Interessi primordiali degli azionisti*, 776.

¹⁵⁸ Per tutti v. P. ABBADESSA, *La competenza assembleare*, 13 ss.; 301 ss. P. ABBADESSA-A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, cit., 288.

¹⁵⁹ È quindi da condividere l'osservazione di L. DELLA TOMMASINA, *Il trasferimento di asset strategici tra competenze non scritte dell'assemblea e lesione dei diritti dei soci*, in *RDS*, 2020,488, secondo cui le operazioni di interesse primordiale acquistano autonomia sotto l'aspetto dogmatico non tanto per il loro *oggetto* ma per l'*effetto* che sono in grado di produrre sull'interesse dei soci a mantenere stabili le condizioni economiche del loro investimento.

¹⁶⁰ V. PINTO, *Funzione amministrativa e diritti degli azionisti*, cit., 36, nt. 95.

dismettendo la produzione di carne per passare a quella di prodotti vegetali, modifichino di fatto l'oggetto sociale¹⁶¹.

Fermo restando quanto appena detto, ci pare utile svolgere un'ulteriore osservazione: la costruzione in via interpretativa di una *regola di competenza* svolge una funzione di tipo *reattivo*¹⁶², è cioè volta a negare la competenza degli amministratori al fine di bloccare una determinata operazione o rimuoverne gli effetti, piuttosto che a *indirizzare, orientare* la condotta degli amministratori verso determinati obiettivi strategici. Di talché essa mal si attaglia all'esigenza degli azionisti istituzionali di segnalare *agli amministratori e al mercato*, tramite un atto che possiede valore essenzialmente reputazionale¹⁶³, il loro giudizio sulla strategia climatica dell'emittente.

Da tale punto di vista, ipotizzare l'esistenza di una competenza implicita dell'assemblea rischierebbe addirittura di essere controproducente, posto che il potere di impugnazione *ex art.* 2388, 4° comma, c.c. potrebbe essere utilizzato dai quei soci che sono ancora rimasti ancorati a logiche *short term* e che pertanto hanno tutto l'interesse a eliminare dalla realtà giuridica quelle delibere consiliari che, valorizzando aspetti diversi dal perseguimento del lucro immediato (cessione di una partecipazione di controllo in una società altamente redditizia ma che basa la propria produzione soltanto sull'utilizzo di impianti a carbone) tentino di imprimere una nuova direzione – più sostenibile – alle politiche imprenditoriali dell'emittente.

Se ciò è vero, occorre allora domandarsi se non sia preferibile la via che, ponendo come dato il sistema legale di ripartizione delle competenze, risolve il problema del coinvolgimento degli azionisti su determinate materie spostando il discorso sul piano della responsabilità degli amministratori e dei loro doveri¹⁶⁴; com'è noto, prima dell'intervento riformatore del 2003, tra una parte degli studiosi della materia si era diffusa l'idea che, in presenza di operazioni di interesse primordiale, l'applicazione dei principi di buona fede e correttezza nell'esecuzione dell'incarico gestorio richiedesse agli amministratori di devolvere la decisione sulle stesse

¹⁶¹ Vi è però da dire che spesso il confine tra la scelta delle modalità con cui l'attività viene esercitata, rientrando nella competenza degli amministratori, e l'oggetto della stessa è spesso labile e può dare origine a non poche incertezze dal punto di vista interpretativo: M. CIAN, *Clausole statutarie per la sostenibilità dell'impresa: spazi, limiti e implicazioni*, in *Riv. soc.*, 2021, 491; Cfr. S. BRUNO, *Il ruolo dell'assemblea di s.p.a. nella corporate governance*, Padova, 2012, che si interroga sulla possibilità di applicare in via analogica le disposizioni normalmente invocate dalla dottrina per giustificare l'esistenza di una competenza implicita alla decisione degli amministratori di "effettuare donazioni a partiti o movimenti politici, religiosi o caritatevole, anche attraverso sponsorizzazioni di eventi, iniziative varie, fondazioni, pure strumentali all'iniziativa economica (perché altrimenti si tratterebbe di atti che non rientrano nell'oggetto sociale".

¹⁶² C. ANGELICI, *A proposito di "interessi primordiali" dei soci e "gestione esclusiva" degli amministratori*, in *Riv. dir. comm.*, 64.

¹⁶³ È noto, infatti, come i gestori di attivi evitino di ricorrere a strumenti di natura contenziosa nell'*engagement* con gli amministratori, proprio per l'effetto depressivo che questi producono sul valore dei corsi azionari.

¹⁶⁴ C. ANGELICI, *Le società per azioni*, cit., 362 s.

all'assemblea ai sensi dell'art. 2364, 1° comma, n. 4¹⁶⁵. In seguito all'abrogazione di tale norma, la medesima dottrina ha continuato a fare leva sui canoni deontici che governano la condotta degli amministratori per ipotizzare la permanenza di un "dovere formale di raccordo"¹⁶⁶. Secondo tale prospettiva, l'organo gestorio, pertanto, prima di assumere qualsiasi decisione che possa impattare in maniera dirompente sulla struttura dell'impresa o sulla titolarità dell'iniziativa imprenditoriale, ha il dovere di informare l'assemblea degli azionisti e quello di raccogliere eventuali pareri e raccomandazioni, potendo discostarsi dall'orientamento dagli stessi manifestato soltanto previa congrua motivazione della delibera consiliare. Inoltre, la scelta della sede assembleare rispetto alla mera consultazione informale con gli azionisti di riferimento non è casuale: essa trova la propria giustificazione proprio nella necessità di assicurare la parità informativa di tutti i soci, e segnatamente di quelli che sono esclusi in via di fatto dai canali informativi privilegiati con gli amministratori¹⁶⁷.

Tenuto conto di tale impalcatura concettuale, ci sembra opportuno osservare che gli amministratori di società per azioni, nel caso di operazioni a contenuto strategico o supergestorio, non hanno soltanto un *dovere di informare* i soci per ragioni di *correttezza societaria*, ma soprattutto il *dovere di agire in modo informato* per ragioni di *corretta gestione imprenditoriale*¹⁶⁸, cioè il dovere di raccogliere tutti quegli elementi istruttori che possano dirsi rilevanti per l'assunzione di una determinata decisione imprenditoriale¹⁶⁹. Si tratta allora di stabilire quando, tenuto conto della singola *tipologia reale* di società, gli interessi, le opinioni e le valutazioni degli azionisti escano dalla situazione di *astrazione e spersonalizzazione* in cui

¹⁶⁵ Tale ricostruzione è stata per la prima volta avanzata da P. ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nella società per azioni. Profili organizzativi*, Milano, 1975, 42 ss. ed è stata compiutamente sviluppata da V. CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni*, cit., 129 ss.

¹⁶⁶ P. ABBADESSA-A. MIRONI, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, cit., 305; P. ABBADESSA, *La competenza assembleare*, 15; M. LIBERTINI, *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003. Appunti per un corso di diritto commerciale*, in *RDS*, 2008, 221, nt. 58, ove si legge "la separazione dei poteri interni, in termini di competenza, non esclude il riconoscimento, in applicazione del principio di buona fede, di doveri informativi degli amministratori nei confronti degli azionisti, quando si sia in presenza di decisioni strategiche sulla vita aziendale (con conseguente responsabilità degli amministratori, nel caso in cui la mancata informazione abbia causato danni patrimoniali).

¹⁶⁷ P. ABBADESSA, *La competenza assembleare*, cit. 15. D'altronde, in presenza di un socio di controllo, l'opposta concezione, fondata sulla traslazione episodica di competenze in capo all'assemblea degli azionisti, non deve essere sopravvalutata ai fini della tutela delle minoranze azionarie, considerata la normale insindacabilità delle delibere assembleari salvo ipotesi di loro contrarietà alla legge o allo statuto: C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., 362; cfr. F. BRIOLINI, *Gli strumenti di controllo degli azionisti di minoranza*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, cit., 17 ss.

¹⁶⁸ Per il ruolo da riconoscere alla clausola di corretta gestione societaria e imprenditoriale contenuta all'art. 2497 per la specificazione del dovere di corretta amministrazione anche nella società monade: M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati*, cit., 67. Come evidenzia condivisibilmente M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari "consultive"*, cit., 838, "il voto consultivo si colloc(a) all'interno del procedimento attraverso cui gli amministratori sono chiamati a formulare le decisioni di impresa".

¹⁶⁹ Cfr. S. BRUNO, *Il ruolo dell'assemblea di s.p.a.*, 82, "le informazioni servono a rendere più corretto, completo e compiuto il processo decisionale che gli amministratori devono operare".

naturalmente si trovano per divenire fattori che gli amministratori non possono ignorare se vogliono adempiere al loro *dovere di istruire adeguatamente* la delibera consiliare¹⁷⁰.

Come è già stato detto, gli obblighi di trasparenza in materia di sostenibilità – non soltanto quelli che individuano *espressamente* come propri destinatari una determinata tipologia di soci ma anche quelli che gravano sugli amministratori – trovano negli azionisti istituzionali il proprio referente tipologico. Ciò contribuisce, in ultima analisi, a conferire una specifica rilevanza normativa alla partecipazione azionaria degli azionisti istituzionali, con l’ulteriore corollario di fare emergere tale tipologia di soci dalla massa anonima e indifferenziata con cui viene solitamente identificato il socio di società quotata¹⁷¹; fenomeno, peraltro, attestato dallo stesso mercato nella misura in cui un giudizio negativo formulato dagli investitori istituzionali è in grado di produrre un rilevante impatto negativo sulla reputazione dell’emittente. Inoltre, è la stessa natura della materia oggetto di decisione a imporre un’adeguata istruttoria, pena l’espansione eccessiva della discrezionalità degli amministratori.

Ne discende che, anche in assenza di una clausola statutaria che lo preveda, è ben possibile ipotizzare un dovere degli amministratori di sottoporre all’assemblea il documento contenente la strategia climatica dell’emittente. Né si potrebbe replicare che la stessa soluzione si potrebbe raggiungere affidando la discussione sulle tematiche ambientali alla sede dei dialoghi extrassembleari. Tale obiezione sarebbe facilmente superabile osservando che, a differenza della comunicazione selettiva, la consultazione dei soci in assemblea è l’unico strumento capace di assicurare, in un medesimo contesto di spazio e di tempo, la parità informativa di tutti gli azionisti: il che consente di superare vuoi le obiezioni fondate sulla natura pubblicitaria del divieto sancito dall’art. 92 TUF¹⁷², vuoi quelle che – in base a un percorso argomentativo che risulta condivisibile – sottolineano come sia difficilmente giustificabile trattare in modo diverso soci che detengono partecipazioni al capitale di entità simile (non è infatti dato intendere sulla base di quale criterio gli amministratori potrebbero discriminare tra un azionista istituzionale che detiene il 10% del capitale e uno che detiene il 3%, e tra questi e il socio di controllo)¹⁷³.

¹⁷⁰ Cfr. C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit. 363. D’altronde le istanze di efficienza alla base della decisione delle decisioni di accentrare le decisioni di natura gestoria in capo a un organo specializzato e professionale non si traducono necessariamente nell’isolamento totale degli amministratori, potendo ipotizzarsi casi in cui il confronto con la base sociale possa dirsi dovuto: M. LIBERTINI-A. MIRONI-P.M. SANFILIPPO, *Art. 2364*, cit., 45.

¹⁷¹ A. SANTONI, *Partecipazione per conto altrui e società quotate*, cit., *passim.*; M. MAUGERI, *Intervento*, in *Lo statement della Business Roundtable sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, in *ODC*, 2019, 593, “mi pare significativo sottolineare la rilevanza che riveste al riguardo la dialettica tra *manager* e investitori istituzionali. Si potrebbe sostenere, infatti, che il tema della responsabilità sociale dell’impresa riguarda ormai gli investitori istituzionali ancor più che gli amministratori”.

¹⁷² S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, cit., 226 ss.

¹⁷³ M. VENTORUZZO, *Qualche nota sulla comunicazione selettiva verso soci*, cit., 1391.

3. DOVERE DI CORRETTA AMMINISTRAZIONE E MOTIVAZIONE DELLA DECISIONE CONSILIARE IN CASO DI SCOSTAMENTO DAL RISULTATO DEL VOTO CONSULTIVO DEGLI AZIONISTI

Fermo restando quanto sopra detto, resta da capire quali siano le conseguenze derivanti dall'eventuale scostamento degli amministratori dal parere e/o dalla raccomandazione espressa dai soci in assemblea. Non pare vi siano dubbi sul fatto che gli amministratori abbiano l'obbligo di motivare la delibera consiliare nella misura in cui decidano di non dare più seguito alle azioni indicate nella strategia climatica, in ciò disattendendo le indicazioni dei soci¹⁷⁴. Più complicato è individuare la *ratio* che giustifica un tale dovere, sembrando abbastanza apodittico trarre tale conclusione dal mero rapporto fiduciario tra amministratori e soci. Né sul punto possono essere di alcun ausilio, dal punto di vista interpretativo, le conclusioni raggiunte dalla dottrina in materia di *say on pay*, posto che in quel caso l'obbligo di motivazione discende pianamente dall'applicazione dell'art. 2391 c.c. in materia di interessi interferenti degli amministratori¹⁷⁵.

Com'è noto, nel nostro ordinamento non esiste un *principio generale* che imponga all'organo amministrativo di motivare le proprie decisioni, bensì specifiche ipotesi (artt. 2391, 2391-bis, 2497-ter) in cui gli amministratori sono chiamati a esplicitare le ragioni di – vale a dire, *giustificare* – una determinata operazione gestoria¹⁷⁶; tutte accomunate dall'essere la delibera consiliare assunta in un contesto che, essendo caratterizzato dalla presenza di interessi potenzialmente confliggenti, richiede sia che gli amministratori giustifichino la coerenza dell'operazione rispetto alle ragioni dell'impresa, sia che l'agire gestorio sia adeguatamente procedimentalizzato¹⁷⁷.

Da tempo poi è stato evidenziato come la previsione di un obbligo di motivazione, per una cerchia ristretta di decisioni, possa funzionare da contraltare rispetto alle conseguenze derivanti dall'ingresso degli interessi degli *stakeholders* tra i fattori che gli amministratori possono e/o devono prendere in considerazione¹⁷⁸. L'idea è quella di evitare che la discrezionalità

¹⁷⁴ Tale conclusione è generalmente condivisa in relazione a tutte le varie declinazioni dell'unitaria categoria delle delibere consultive: M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari "consultive"*, cit., 836 s.; P. ABBADESSA-A. MIRONI, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*; 305; P. ABBADESSA, *Assemblea e operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, in *Le operazioni con parti correlate. Atti del convegno Università Cattolica del Sacro Cuore*, Piacenza, 19 novembre 2010, a cura di V. Cariello, Milano, 2011, 24 s.

¹⁷⁵ V. infatti S. BRUNO, F. BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive*, in *Riv. soc.*, 2014, 1283. Sempre sull'obbligo di motivazione della delibera consiliare in caso di scostamento v. E. CODAZZI, *Il voto degli azionisti sulle politiche di remunerazione degli amministratori: la disciplina italiana e il modello comunitario di "say on pay"*, cit., 15.

¹⁷⁶ A. SCANO, *La motivazione delle decisioni nelle società di capitali*, Milano, 2018, 35 ss. e 277 ss.

¹⁷⁷ L. MARCHEGIANI, *La motivazione delle deliberazioni consiliari nelle società per azioni*, Milano, 2018, 222 s. Sullo stretto legame tra *motivazione* della decisione e *adeguata istruttoria* in presenza di decisioni implicanti il bilanciamento tra una pluralità di interessi: G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, Milano, 2014, 33.

¹⁷⁸ V. CALANDRA BUONAURA, *Responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori*, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, 277.

degli amministratori si espanda in maniera incontrollata, vista l'assenza di criteri alla cui stregua valutarne il comportamento, vuoi nel bilanciamento tra gli interessi del gruppo dei soci e quelli degli *stakeholders*, vuoi nell'individuazione del punto di equilibrio tra le diverse dimensioni della sostenibilità (ambientale, sociale etc.)¹⁷⁹.

Senza voler giungere all'estremo di costruire in via interpretativa un obbligo del consiglio di amministrazione di motivare la propria decisione ogniqualvolta sia stata realizzata la composizione tra i diversi interessi che ruotano attorno all'impresa azionaria¹⁸⁰, posto che la stessa – come già detto in precedenza – rientra nella natura stessa della funzione gestoria, sembra che gli amministratori abbiano l'obbligo di esplicitare le ragioni imprenditoriali che li hanno spinti a non ritenere più adeguato il bilanciamento in precedenza effettuato, laddove lo stesso sia stato comunicato ai soci e abbia quindi creato in loro un affidamento. Si pone quindi l'esigenza di persuadere i titolari dell'iniziativa, quali *residual claimants* dell'impresa, che la decisione imprenditoriale assunta *non è stata arbitraria*¹⁸¹.

Ci sembra pertanto che tale sia il fondamento dell'obbligo degli amministratori di giustificare la decisione di discostarsi dalle direttive date dai soci in sede votazione consultiva sulla strategia climatica; la formulazione della quale, come è facile immaginare, implica un delicato bilanciamento tra la dimensione del profitto dell'iniziativa e quella della tutela dell'ambiente; tra quest'ultima e la conservazione dei livelli occupazionali, e così via. La motivazione deve pertanto essere dettagliata e indicare le ragioni per le quali è stato necessario rideterminare il sacrificio imposto all'uno o all'altro interesse. Diversamente, la condotta degli amministratori potrà essere valutata ai fini dell'attivazione del rimedio della revoca per giusta causa e, eventualmente, ai fini del risarcimento del danno cagionato alla società o ai singoli soci *ex art. 2395*. A tale ultimo proposito, occorre chiarire quale sia il danno risarcibile nel caso di omessa motivazione della decisione di scostamento da parte degli amministratori, ben potendo accadere – anzi, ci sembra l'ipotesi più ricorrente, qualora a venire disattesa sia la promessa di riduzione delle emissioni o di dismissione di impianti inquinanti – che il danno si verifichi esclusivamente nella sfera patrimoniale dell'azionista, senza che la società abbia subito alcun pregiudizio¹⁸².

¹⁷⁹ L. CALVOSA, *La governance delle società quotate italiane*, cit., 314 ss.; R. TALLARITA-L.A. BEBCHUCK, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, in *Cornell Law Review*, 2020, 1 ss.

¹⁸⁰ Come invece pare fare, seppur limitatamente alle c.d. società *benefit* L. MARCHEGIANI, *La motivazione delle decisioni*, cit., 228 ss.

¹⁸¹ L. MARCHEGIANI, *La motivazione delle deliberazioni consiliari*, cit., 247; cfr. M. STELLA RICHTER JR, L. MARCHEGIANI, *Motivazione delle decisioni*, cit., 130, che individuano nei soci i principali destinatari della motivazione consiliare.

¹⁸² Com'è noto l'azione di responsabilità per c.d. danno diretto è attivabile ogniqualvolta il danno subito dall'azionista non trovi già integrale copertura in quello subito dalla società: V. PINTO, *La responsabilità degli amministratori per danno diretto agli azionisti*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2006 930.

Si pensi all'ipotesi in cui un gestore di attivi decida di raccogliere il risparmio tra il pubblico degli investitori indicando nella propria strategia di investimento di voler promuovere la tutela dell'ambiente acquistando partecipazioni azionarie in società che si impegnino a ridurre la quantità di emissioni a loro direttamente o indirettamente riferibili. Si ipotizzi, ancora, che tale fondo acquisti le azioni della società X, dopo che l'assemblea di tale emittente ha espresso parere favorevole sul piano climatico presentato dagli amministratori e in cui gli stessi si erano impegnati a ridurre le emissioni di CO₂ del 20% in 5 anni. Dopo pochi mesi, il consiglio di amministrazione, senza fornire alcuna motivazione, decide di discostarsi dalla politica ambientale votata dall'assemblea, deliberando la costruzione di un impianto a carbone. Da tale decisione consegue, da un lato, un incremento del patrimonio sociale dell'emittente X, dall'altro, una rilevante perdita di clientela per il fondo *green* a causa del danno reputazionale prodottosi a seguito dell'annuncio della decisione sulla stampa nazionale.

Quid iuris?

Nel caso dei fondi armonizzati o comunque aperti ci sembra molto difficile giungere a una sufficiente dimostrazione del nesso causale tra il mancato rispetto della strategia climatica annunciata dagli amministratori e il danno causato al fondo, in ipotesi identificato con il pregiudizio patrimoniale derivante dalla scelta degli investitori partecipanti al fondo di chiedere la liquidazione della propria quota, per via della frustrazione delle loro preferenze *green*¹⁸³. Invero, data l'ampia libertà di entrata e di uscita concessa ai sottoscrittori delle quote, l'onere probatorio posto in capo al gestore si rivelerebbe una vera e propria *probatio diabolica*, a cui si aggiunge la considerazione che raramente tali operatori possiedono gli incentivi economici per promuovere l'azione di responsabilità *ex art. 2395*. Non è tuttavia da escludere che anche tale tipologia di soci possa decidere di esercitare l'azione aquiliana spettante ai terzi laddove la fuoriuscita di clientela avvenga in misura quantitativamente apprezzabile e si collochi temporalmente in prossimità dell'annuncio dell'operazione deviante.

Diverso è il discorso per i fondi riservati o comunque di *hedge funds*. Come già ampiamente detto, tali operatori possiedono tutti gli incentivi economici per esercitare i diritti che l'ordinamento azionario riconosce alla minoranza. Inoltre, qui il tasso di ricambio della clientela è molto più basso, sicché diviene più agevole per il gestore di attivi dimostrare l'efficacia causale di una determinata decisione rispetto al disinvestimento da parte della clientela.

¹⁸³ Sulla sempre maggiore tendenza dei risparmiatori a divenire sensibili a logiche *green* v. M. COSSU, *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, in *Riv. soc.*, 2021, 1253 ss.

CAPITOLO QUARTO

SOMMARIO: 1. La funzione di supervisione intestata alla componente non esecutiva del consiglio di amministrazione – 2. I dialoghi selettivi come fonte atipica dei flussi informativi endoconsiliari governati dal presidente del consiglio di amministrazione – 3. (Segue) L'interazione tra i flussi informativi provenienti dal dialogo e dovere di agire informati ex art. 2381, 5° comma, c.c.

1. IL POTENZIALE RAFFORZAMENTO DELLA FUNZIONE DI SUPERVISIONE INTESATA ALLA COMPONENTE NON ESECUTIVA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Una volta esaurita la trattazione dedicata all'*engagement* e alla rilevanza *esterna* di quel particolare presidio organizzativo costituito dalla procedura di dialogo, ci si accinge ora ad esaminare i risvolti che si producono nella dimensione endoconsiliare a causa della trasmissione di informazione dai *soci* agli *amministratori*. Per comprendere appieno la portata potenzialmente dirompente che il fenomeno in esame può avere in relazione alle dinamiche informative del consiglio e al complessivo statuto normativo dei doveri degli amministratori, è necessario procedere in via preliminare a una breve disamina delle modalità di funzionamento del consiglio di amministrazione di una società aperta.

Benché nel modello disegnato dal legislatore codicistico la gestione dell'impresa appaia come prerogativa indistintamente riferibile a tutti gli amministratori (art. 2380-*bis*), se si svolge lo sguardo verso la grande impresa azionaria ci si accorge facilmente come la realtà sia ben diversa. Nella grande impresa quotata, per ragioni di efficienza e di divisione del lavoro, si impone il ricorso a un modello organizzativo incentrato sulla delega di funzioni¹: il potere di gestione è così accentrato nelle mani del CEO – e del *top management* a lui fedele (c.d. prima linea) – mentre alla restante parte del consiglio di amministrazione vengono assegnate funzioni di c.d. alta amministrazione (fissazione degli indirizzi strategici, verifica della loro attuazione,

¹ A. ZANARDO, *La ripartizione delle competenze in materia di assetti organizzativi in seno al consiglio di amministrazione*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, cit., 252; G. MEO, *L'amministrazione delle società quotate*, 1872, secondo cui il sistema di amministrazione della società quotata non si reggerebbe sulla delega in senso tecnico, cioè sul trasferimento temporaneo di compiti propri del consiglio, ma su una vera e propria alienazione della gestione a favore degli organi delegati.

controllo del corretto funzionamento dei sistemi di monitoraggio dell'attività d'impresa, gestione del rischio etc.)².

Com'è noto, infatti, con la riforma del 2003 è stata definitivamente accolta nel nostro ordinamento la concezione – già ampiamente sedimentata nell'autodisciplina – del consiglio di amministrazione come *monitoring board*, che si caratterizza per una netta distinzione di compiti tra amministratori esecutivi e amministratori non esecutivi³. Per la verità, pur condividendo la medesima ispirazione di fondo, il modello italiano non è perfettamente coincidente con quello anglosassone che affida la funzione di monitoraggio agli *outside directors*, di solito indipendenti, mentre la gestione operativa viene svolta dagli *inside directors*. Diversamente, il sistema di decentramento decisionale delineato dall'art. 2381 c.c. è fondato su un sistema di ripartizione “verticale” delle competenze tra gli organi delegati e il consiglio di amministrazione⁴, onde la classificazione più corretta è quella tra amministratori deleganti e amministratori delegati⁵.

Il ricorso alla delega produce precise conseguenze in punto di ripartizione delle responsabilità tra i componenti del consiglio di amministrazione: stante il loro strutturale isolamento dalla gestione operativa, gli amministratori non esecutivi rispondono esclusivamente dei danni che siano causalmente riconducibili alla violazione degli obblighi derivanti dalla “natura dell'incarico” ricoperto (2392, 1° comma, c.c.)⁶. Tuttavia, anche in virtù della generale portata del *dovere di agire in modo informato* (art. 2381, 6° comma), c.c., diviene arduo per l'interprete ricostruire con precisione il contenuto normativo della condotta richiesta agli amministratori privi di deleghe. Come è stato scritto, “l'area dei compiti e delle connesse responsabilità degli amministratori non esecutivi, solo assai parzialmente definita dalla legge, è forse quella più critica dell'intera disciplina dell'amministrazione della società per azioni (e delle s.r.l.)”⁷. Il problema nasce perché, sulla base del disposto dell'art. 2381, 3° e 5° comma, le informazioni e la documentazione sulla cui base la componente non esecutiva del consiglio di amministrazione è chiamata a valutare “il generale andamento della gestione” e “la sua prevedibile” evoluzione, nonché “le operazioni di maggiore rilievo effettuate dalla società e dalle sue controllate” dipendono dall'attività istruttoria degli organi delegati.

² U. TOMBARI, *Riflessioni sulle “funzioni” degli amministratori “non esecutivi” e sull’ “amministrazione” nella S.p.A. quotata*, in *RDS*, 2020, 326; M. VENTORUZZO, *I poteri e doveri degli amministratori di società quotate*, in *Trattato delle società*, a cura di V. Donativi, Vo. 4, Torino, 2022, 461; L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa. I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Bologna, 2021, 257 ss.

³ A. ZANARDO, *La ripartizione delle competenze*, cit., 255.

⁴ G. FERRI JR, *L'amministrazione delegata nella riforma*, in *Riv dir. comm.*, 2003, 629 ss.

⁵ G. STRAMPELLI, *Sistemi di controllo e indipendenza nelle società per azioni*, Milano, 2013, 281.

⁶ G. FERRI JR, *Le deleghe interne*, in *AA. VV., Amministrazione e amministratori di società per azioni*, a cura di B. Libonati, Milano, 1995, 194 s.

⁷ L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa. I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, 2021, Bologna, 186.

Alla luce di tale dato, alcuni hanno correttamente sottolineato come, in assenza di adeguati correttivi, ne potrebbe derivare l'indebolimento della funzione di indirizzo strategico e di supervisione del consiglio di amministrazione. In particolare, “la discussione consiliare e la valutazione dell'attività gestoria finirebbero, cioè, nella maggior parte dei casi (e soprattutto in presenza di questioni di particolare complessità) per essere inevitabilmente indirizzate dall'attività istruttoria predisposta dagli organi delegati e per esaurirsi in un'indagine limitata al contesto dai medesimi rappresentato”⁸. Se è pur vero che – in assenza di sintomi di allarme – la responsabilità gli amministratori privi di deleghe si misura in base alle informazioni effettivamente fornite dagli organi delegati, è altrettanto vero che il buon funzionamento del consiglio di amministrazione, e il correlato esercizio delle funzioni di indirizzo e di supervisione, dipendono in massima parte dalla disponibilità di un adeguato *sistema informativo*. Il che costituisce una questione autonoma rispetto a quella dei presupposti in presenza dei quali è legittimo per gli amministratori non esecutivi “agire consapevolmente disinformati” e quindi andare esenti da responsabilità⁹.

Tale problema si pone in misura maggiore nelle società che aderiscono al Codice di Corporate Governance, dove il *plenum* è intestatario di poteri decisionali e di monitoraggio più incisivi rispetto al modello codicistico: al consiglio di amministrazione viene riservata sia la competenza ad adottare il piano industriale (Racc. 1, lett. b) – e non soltanto l'*esame* dei piani strategici, industriali e finanziari (art. 2381, 3° comma, c.) – sia il monitoraggio sulla relativa attuazione (Racc. 1, lett. c). Il che significa che gli amministratori non esecutivi non si potranno limitare a “valutare l'andamento generale della gestione”, ma dovranno verificare puntualmente che le iniziative indicate nel piano vengano attuate, ivi comprese quelle misure volte a dare attuazione agli obiettivi ESG. Da qui l'aggravarsi degli obblighi *transitivi* e *riflessivi* riferibili a deleganti e delegati¹⁰.

A parziale correzione della ontologica situazione di asimmetria informativa in cui versano gli amministratori non esecutivi¹¹, il sistema codicistico ha introdotto alcuni correttivi atti a promuovere l'instaurazione di un costante circuito informativo tra consiglio e organi delegati: a) l'obbligo degli organi delegati di riferire periodicamente al consiglio di

⁸ Così A. ZANARDO, *La ripartizione delle competenze*, 266. v. anche A. NUZZO, *Sulle sedi di decisione nelle società quotate e sulla prevenzione di abusi da concentrazione di potere*, in *AGE*, 2003, 87 s.

⁹ E. MARCHISIO, *L'agire consapevolmente disinformato dell'amministratore di s.p.a.*, in *Riv. dir. comm.*, 2017 103 ss.

¹⁰ P. CUOMO, *Il consiglio di amministrazione e la gestione dell'impresa nel codice di corporate governance*, cit., 101. sulla distinzione tra obblighi *transitivi*, obblighi *riflessivi* di informazione e obblighi di *informazione transitiva* v. G.M. ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, Milano, 2005, *passim*, ripresa da G. MERUZZI, *Il dovere degli amministratori di agire in modo informato e l'organizzazione interna della società per azioni, Le clausole generali nel diritto societario*, cit., 115 s.

¹¹ P. MONTALENTI, *I principi di corretta amministrazione: una nuova clausola generale*, cit., 9.

amministrazione; b) il dovere del presidente di attivarsi affinché siano fornite a tutti i consiglieri adeguate informazioni sulle materie iscritte all'ordine del giorno; b) il potere/dovere del consiglio di amministrazione di valutare l'adeguatezza del sistema di circolazione delle informazioni, quale presupposto del dovere di agire informati che grava indistintamente su tutti gli amministratori, compreso il CEO¹².

Fino a quando il sistema sopra delineato funziona correttamente, *nulla quaestio*. Il giudizio – peraltro, di natura sintetica e non analitica – degli amministratori non esecutivi si fonderà “sulla base delle informazioni ricevute” dall'amministratore delegato o comunque messe a disposizione dalla struttura aziendale e dagli uffici competenti all'interno dell'impresa. Il discorso, invece, si complica quando per negligenza degli organi delegati ovvero per inadeguatezza dell'assetto organizzativo i flussi informativi indirizzati al consiglio si rivelino lacunosi, incompleti o persino non veritieri. Com'è noto, infatti, agli amministratori privi di deleghe gestorie non è consentito, per richiamare un'efficace metafora usata dalla dottrina, trasformarsi “tra una riunione e l'altra, in investigatori che percorrono i corridoi aziendali alla ricerca di doppifondi nei cassetti”¹³. Secondo l'opinione ormai ampiamente consolidata in dottrina, fondata peraltro sull'inequivoco dato letterale dell'art. 2381, 6° comma, c.c., il potere di informazione riconosciuto dall'ordinamento al singolo amministratore risulta infatti doppiamente circoscritto nelle sue modalità operative: a) esso può essere esercitato solo nei confronti degli organi delegati, e non quindi dei dirigenti e/o dei dipendenti della società; b) le informazioni e i documenti richiesti devono essere forniti dagli organi delegati *in consiglio*, non essendo ammessa la creazione di asimmetrie informative tra gli amministratori¹⁴.

Senza alcun dubbio, nel complessivo sistema di pesi e contrappesi che costituisce la *corporate governance* della società per azioni, merita di essere adeguatamente valorizzato il ruolo del presidente del consiglio di amministrazione, quale perno dei flussi informativi endoconsiliari, non essendo egli vincolato all'osservanza delle modalità previste dall'art. 2381,

¹² G. MERUZZI, *Il dovere degli amministratori di agire in modo informato*, G. BARBARA, *Il valore dell'informazione nella governance delle s.p.a. Il consiglio di amministrazione*, Torino, 2019, 40; M. STELLA RICHTER JR, *Informazione dei singoli amministratori*, cit., 151.

¹³ G.M. ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, Milano, 2005, 329.

¹⁴ L'opinione che ritiene insussistente un potere del singolo amministratore di esercitare il potere di informazione al di fuori della sede consiliare è largamente maggioritaria: M. STELLA RICHTER JR, *L'informazione dei singoli amministratori*, in *Informazione societaria e corporate governance*, cit., 150; L. CALVOSA, *Sui poteri individuali dell'amministratore nel consiglio di amministrazione di società per azioni*, in *Amministrazione e controllo*, cit., 356 ss.; P. MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. soc.*, 2013, 59; G. MERUZZI, *I flussi informativi endosocietari nella società per azioni*, cit., 2013; P. ABBADESSA, *Profili topici della nuova disciplina della delega amministrativa*, cit., 692; G.M. ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione*, cit., 336 ss.; C. ANGELICI, *Diligentia quam in suis e business judgement rule*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 692; M.S. SPOLIDORO, *Poteri di controllo individuale degli amministratori “non delegati” nelle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2013, II, 1078 ss.

ult. comma. Più precisamente, egli è l'unico consigliere non esecutivo che viene a contatto diretto con le strutture aziendali, da cui peraltro potrebbe venire a conoscenza di malfunzionamenti o inadeguatezze degli assetti organizzativi o di episodi di *mala gestio*¹⁵.

Ma vi è di più: un potenziale effetto di rafforzamento della funzione di monitoraggio degli amministratori non esecutivi potrebbe derivare dall'ingresso nel consiglio di amministrazione di flussi informativi esterni che, provenendo da soggetti sofisticati e professionalmente qualificati, siano in grado di fornire alla componente non esecutiva del *plenum* un metro di paragone, valutazione e riscontro¹⁶, o anche soltanto un apporto critico, rispetto all'informativa, per così dire, *interna* proveniente dagli organi delegati e dalla struttura aziendale. D'altronde, nessuno ha mai messo in dubbio la possibile rilevanza, per le decisioni consiliari, dell'informazione proveniente da canali alternativi agli organi delegati.

Ne discende, come si dirà a breve, una serie di interrogativi e di risvolti problematici di non poco conto.

2. I DIALOGHI SELETTIVI COME FONTE ATIPICA DEI FLUSSI INFORMATIVI ENDOCONSILIARI GOVERNATI DAL PRESIDENTE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Come si è tentato in precedenza di dimostrare, la procedura del dialogo deve essere ricondotta, sotto l'aspetto concettuale e problematico, nell'ambito degli assetti organizzativi, e segnatamente di quei sistemi di circolazione delle informazioni che sono strumentali all'adempimento del dovere di agire in modo informato proprio di ciascun amministratore (art. 2381, 6° comma, c.c.). Protagonista della gestione di tale sistema, che si è deciso di qualificare come di vertice, è il presidente del consiglio di amministrazione: allo stesso, come già si è visto, spetta sia il compito di predisporre, d'intesa con il CEO, la politica del dialogo, sia quello di assicurarsi che gli altri consiglieri vengano resi edotti, alla prima riunione utile, sulle informazioni più significative scambiate nel corso degli incontri con gli azionisti.

Ciò, tuttavia, non pare rendere indispensabile la partecipazione del presidente ai dialoghi con gli azionisti. Per rendere effettiva l'*informazione transitiva* nei confronti del *plenum*¹⁷, è

¹⁵ F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. a dieci anni dalla riforma del 2003*, 2013, Torino, 63.; ID, *Presidente del consiglio di amministrazione di s.p.a.: poteri e responsabilità*, in *Giur. comm.*, 2013, 216 ss.

¹⁶ Sul modello del parere rilasciato da un esperto indipendente: M. MAUGERI, *Engagement degli azionisti e sostenibilità*, cit. 1370

¹⁷ P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, 278, che infatti qualifica tale dovere informativo come proprio del presidente, nel senso che spetta a quest'ultimo fornire l'informativa al consiglio sugli esiti del dialogo, anziché limitarsi – come normalmente avviene – a impartire le direttive all'AD e alle strutture aziendali affinché al *plenum* vengano fornite adeguate informazioni (c.d. dovere di *interazione informativa*, sui cui v., per tutti, G.M. ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori*, cit., 97 ss.).

infatti sufficiente che i dialoghi si svolgano su autorizzazione del presidente e sotto la sua supervisione, con obbligo degli amministratori incaricati di riferire su modalità e contenuti.

Peraltro, anche il presidente dovrà esaminare attentamente il contenuto delle informazioni provenienti dall'esterno, senza potersi limitare a un'acritica trasmissione delle stesse. Grava, infatti, anche sul presidente, così come su ogni altro amministratore, il dovere di auto-informarsi (c.d. *dovere riflessivo* di informazione), quale elemento indispensabile e prodromico al diligente esercizio dei propri poteri¹⁸.

Da ciò discende che, laddove emergano profili di criticità ignorati dal presidente, magari perché taciuti o comunque non adeguatamente considerati dall'amministratore delegato, è dovere del presidente quello di attivarsi presso quest'ultimo e la struttura aziendale per compiere le necessarie verifiche al fine di valutare se sia opportuno sollecitare una riunione straordinaria del consiglio attraverso l'esercizio del potere di convocazione che l'art. 2381 c.c. gli attribuisce¹⁹. Si pensi a inadeguatezze dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile in concreto adottato dall'emittente, e segnatamente del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi (non soltanto di quelli aventi natura finanziaria ma anche di quelli ESG), segnalate da alcuni *hedge funds* nel corso dei dialoghi, che potrebbero ben rendere necessario anche un semplice approfondimento in sede consiliare.

Con l'ulteriore corollario che, in determinati casi, il *plenum* potrebbe giungere alla decisione di revocare l'amministratore delegato o a quella di avocare in via temporanea in capo a sé le deleghe conferite. Si pensi al caso in cui i rappresentanti del socio istituzionale abbiano espresso un'opinione negativa in relazione a un'operazione avente ad oggetto l'acquisizione di una partecipazione di controllo, motivando dalla circostanza che, in base alle informazioni a loro disposizione, quella società in cui il CEO vuole investire parte del patrimonio dell'emittente è in stato di crisi e/o prossima all'insolvenza.

Allo stesso modo, si potrebbe rendere necessaria l'integrazione da parte del presidente dell'informativa preconiliare laddove i flussi informativi provenienti dal dialogo mettano in luce la incompletezza, l'incoerenza o l'eccessivo ottimismo dell'attività istruttoria svolta dall'amministratore delegato, dai comitati interni al consiglio o dai dirigenti aziendali. Tale conseguenza discende vuoi dalle speciali prerogative organizzative attribuite dalla legge al presidente, vuoi dal generale dovere di agire in modo informato, da intendersi *in generale* riferito

¹⁸ M.L. PASSADOR, *Le funzioni del presidente del consiglio di amministrazione nelle società per azioni. Tra disciplina di settore e autodisciplina*, cit., 35 ss.

¹⁹ Sembra infatti necessario che alle informazioni acquisite in sede di dialoghi faccia seguito un'attività di verifica, prima che il presidente si determini nel senso di sollecitare un intervento del consiglio (sul punto cfr. P. CUOMO, *Il presidente del consiglio di amministrazione di s.p.a.*, in *RDS*, 2012, 591 ss.)

all'intera attività del consiglio di amministrazione²⁰, che impone allo stesso di tenere conto di tutti gli elementi rilevanti, interni ed esterni, vuoi nella sua attività decisionale vuoi in quella di supervisione sull'attività di gestione.

Un ulteriore interrogativo potrebbe porsi qualora si voglia aderire, come qui si è fatto, a quell'orientamento che ritiene meramente facoltativa la partecipazione del presidente ai dialoghi con gli azionisti o comunque laddove il presidente si trovi impossibilitato, per ragioni personali, a presenziare alle interlocuzioni²¹. In tale caso spetterà al CEO (e agli altri amministratori che partecipano al dialogo) informare al più presto il presidente, affinché questo valuti se sia necessario coinvolgere il consiglio di amministrazione, pena altrimenti la sua personale responsabilità per i danni cagionati al patrimonio della società.

Particolari conseguenze derivano poi dalla partecipazione al dialogo dei componenti dell'organo di controllo, tenuto conto dei doveri che connotano la posizione dei sindaci nelle s.p.a. quotate (artt. 2403 c.c. e art. 149 TUF). A tale riguardo, diviene quasi naturale chiedersi quali conseguenze potrebbero derivare, tenuto conto dei poteri ispettivi e di reazione attribuiti dalla legge ai sindaci, qualora gli azionisti istituzionali dovessero lamentare nel corso dei dialoghi l'assenza in capo a uno o più amministratori – e, in ipotesi, agli stessi sindaci – dei requisiti di indipendenza prescritti per legge o raccomandati dal codice di autodisciplina, a cui l'emittente ha dichiarato di aderire, o, ancora, qualora emergano indizi che diano evidenza della violazione di prescrizioni di legge da parte dell'amministratore delegato²². E ciò diviene tanto più rilevante ove solo si consideri che tra i doveri del collegio sindacale di società quotata, a differenza di quello di società ordinaria, rientra non soltanto quello di denuncia al tribunale *ex art. 2409 c.c.*, ma anche quello di comunicare *senza indugio* le (semplici) *irregolarità* riscontrate alla Consob²³, con tutto ciò che ne consegue in termini di attivazione del potere della stessa di irrogare sanzioni amministrative a quegli amministratori che abbiano violato i doveri inerenti alla carica ricoperta. Ne discende che sarà dovere dei sindaci quello di procedere, anche individualmente, agli opportuni atti di ispezione per verificare la fondatezza delle segnalazioni

²⁰ E. MARCHISIO, *L'agire consapevolmente disinformato*, cit., 106.

²¹ Per la tesi della non obbligatorietà della partecipazione del presidente e dell'amministratore delegato ai dialoghi v. G. STRAMPELLI, *Il ruolo dell'organo di controllo nei dialoghi extra-assembleari tra gli emittenti quotati ed i loro soci*, cit., 957; L. DELLA TOMMASINA, *Sustainability-Related Disclosures in Financial Services and Dialogue Policies in Listed Companies*, cit., 807.

²² Un altro ambito in cui gli esiti del dialogo soci/amministratori potrebbe avere una qualche rilevanza è quello del dovere del collegio sindacale di vigilare sulla conformità in concreto alle regole dei codici di autodisciplina, vale a dire a quelle regole a cui l'emittente ha dichiarato volontariamente di attenersi nella Relazione sul governo societario (123-bis, 2° comma, TUF e 149, 1° comma, lett. c bis). È infatti immaginabile una situazione nella quale i fondi sollevino la questione della mancata corrispondenza tra le dichiarazioni fatte al mercato e le regole di *corporate governance* effettivamente implementate dagli amministratori.

²³ P. SFAMENI, 2403, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, cit., 1626.

effettuate dagli azionisti istituzionali, per poi decidere se esercitare i poteri di reazione previsti dalla legge, fermo restando in ogni caso l'obbligo di segnalazione alla Consob indipendentemente dal livello di gravità della violazione riscontrata. Nel caso di loro colpevole inerzia, ne potrà infatti essere invocata la responsabilità in concorso con gli amministratori ai sensi dell'art. 2407 c.c.

Alla luce delle superiori considerazioni, non si ritiene di condividere quell'opinione che vede nel potenziale sovrapporsi dell'attività di *monitoring* degli azionisti istituzionali con quella di supervisione del *board* e con quella di controllo del collegio sindacale come fonte di duplicazioni foriere di potenziali criticità per la *corporate governance* delle società quotate²⁴, potendo anzi derivarne utili sinergie, come tali capaci di favorire il rafforzamento della posizione del presidente del consiglio di amministrazione – e, per suo tramite, del *plenum* consiliare – sia una maggiore *accountability* dell'organo incaricato di occuparsi della gestione operativa della società.

3. L'INTERAZIONE TRA LE INFORMAZIONI PROVENIENTI DAL DIALOGO E IL DOVERE DI AGIRE INFORMATI EX ART. 2381, 6° COMMA, C.C.

Data per avvenuta la trasmissione al consiglio dei flussi informativi esoconsiliari (*i.e.* i contenuti più significativi del dialogo), si pone ora il quesito dei rilessi che la stessa può produrre sui doveri degli amministratori non esecutivi. Com'è noto, una delle questioni di vertice che maggiormente hanno impegnato la dottrina investe i presupposti in presenza dei quali gli amministratori non esecutivi, che vogliono andare esenti da responsabilità, possano dirsi obbligati ad attivarsi al fine di ricercare ulteriori informazioni rispetto a quelle trasmesse in sede consiliare.

Da tale punto di vista, occorre fin da subito sottolineare che i flussi informativi entrati nel consiglio attraverso la porta della comunicazione con i soci possono produrre un duplice, opposto effetto. Da un lato, le informazioni trasmesse possono comportare un aggravamento della responsabilità del presidente e degli amministratori privi di deleghe, nella misura in cui si pongano quale indice sintomatico di un difetto strutturale od episodico dell'informativa preconiliare. Dall'altro, qualificandosi come supporto istruttorio supplementare, essi possono contribuire a rafforzare il contenuto della delibera consiliare, che quindi difficilmente potrà

²⁴ L. BENEDETTI, *L'engagement soci/amministratori*, cit., 1087 ss.

essere sottoposta *ex post* a sindacato giudiziale, posto che essa è stata assunta sulla base di un'ampia istruttoria, comprensiva di informazioni sia interne che esterne²⁵.

Ora, la maggioranza della dottrina è propensa a sostenere che, in relazione all'informativa preconiliare e alla documentazione trasmessa dagli organi delegati, il nostro ordinamento azionario avrebbe accolto il c.d. principio di affidamento sulle informazioni ricevute²⁶. Ai sensi di tale principio, gli amministratori privi di deleghe non potrebbero essere chiamati a rispondere per i danni cagionati alla società da una determinata operazione anche qualora le relazioni, i documenti e le informazioni fornite dagli organi delegati dovessero *ex post* rivelarsi *oggettivamente inadeguate*²⁷. Fermo restando che grava su tutto il consiglio l'obbligo di verificare l'adeguatezza del sistema di selezione, elaborazione e trasmissione dell'informazione endosocietaria, dimodoché, di fronte a manifeste carenze dello stesso, non sarà possibile per gli amministratori non esecutivi difendersi invocando l'affidamento che essi abbiano riposto sulla completezza e veridicità della documentazione preconiliare.

La dottrina si è chiesta a più riprese quali siano i presupposti in presenza dei quali il *potere* di attivarsi per ricercare ulteriori informazioni divenga invece un vero e proprio *dovere* per gli amministratori non esecutivi. Non è dubbio, infatti, che il singolo amministratore possa, se ritiene opportuno compiere un ulteriore sforzo di diligenza, abbandonare il controllo sintetico per dedicarsi a un'analisi analitica di singole operazioni o comunque attraverso la richiesta di maggiori informazioni agli organi delegati²⁸. Ciò costituisce certamente una sua *facoltà*, che egli è libero di esercitare senza incontrare particolari limitazioni, salvo quelle legate alla necessità di concentrare in capo agli organi delegati le istanze istruttorie provenienti dalla componente non esecutiva e a quella di garantire la parità di trattamento tra tutti i consiglieri. Cosa diversa è invece stabilire quando il singolo amministratore privo di deleghe sia *tenuto* a indirizzare istanze di supplemento istruttorio agli organi delegati, rischiando in caso contrario di essere condannato al risarcimento dei danni per non aver adeguatamente vigilato sulla gestione.

Sul punto, l'orientamento prevalente in dottrina e nella giurisprudenza più recente sembra ricollegare l'obbligo dell'amministratore di richiedere maggiori informazioni alla presenza nel

²⁵ Un esempio potrebbe essere quello di un'assemblea convocata per deliberare l'aumento del capitale sociale con esclusione del diritto di opzione che vada deserta nonostante il consiglio di amministrazione avesse consultato i soci più rilevanti. In tale caso la decisione del consiglio di amministrazione rientrerebbe pienamente sotto l'ombrello protettivo della *business judgement rule*, in virtù della circostanza che erano state assunte tutte le informazioni rilevanti nel caso di specie.

²⁶ U. TOMBARI, *Riflessioni sulle "funzioni" degli amministratori "non esecutivi"*, cit., 335 ss.; C. ANGELICI, *Diligentia quam in suis*, cit., 683; D. REGOLI, *Poteri di amministrazione e controllo degli amministratori non esecutivi*, in *Società, banche, crisi d'impresa*, cit., 1146.

²⁷ E. MARCHISIO, *L'agire consapevolmente disinformato*, cit., 107.

²⁸ L. CALVOSA, *Sui poteri individuali dell'amministratore*, cit., 360 s.

singolo caso di c.d. *red flags*²⁹. Con tale espressione si intende indicare quei segnali di allarme di fronte ai quali un qualsiasi amministratore diligente, dotato delle medesime conoscenze, si sarebbe attivato per ottenere dati informativi ulteriori. In breve, l'obbligo in capo al singolo amministratore di richiedere informazioni ai delegati scatterebbe (solo) "in presenza di un inadempimento da parte dell'organo delegato ai suoi obblighi informativi, per carenza, incompletezza, o palese inattendibilità delle informazioni fornite, o quando emergano situazioni che segnalano anomalie nella gestione o nell'organizzazione dell'impresa che richiedono, da parte del consiglio, una maggiore attenzione e una più approfondita conoscenza"³⁰.

Tenuto conto di ciò, è ben possibile che i contenuti delle comunicazioni con gli azionisti, similmente al parere negativo espresso da un esperto o da un comitato con funzioni istruttorie³¹, acquistino la valenza di c.d. *red flag* tale da attivare il dovere degli amministratori non esecutivi di richiedere agli organi delegati (e al presidente) un supplemento istruttorio. Quando i destinatari della richiesta di informazioni si rifiutino di fornirle, sarà onere degli amministratori privi di deleghe ricorrere alla procedura di dissociazione prevista dall'art. 2392, u.c., c.c. per andare esenti da responsabilità.

A tale proposito, è innanzitutto opportuno distinguere tra segnali di allarme attinenti al generale andamento della gestione e segnali di allarme relativi a singole operazioni gestorie. Con riguardo al primo caso, sembra difficile sostenere che gli azionisti istituzionali possano davvero fornire un contributo, posto che non è realistico pensare che essi abbiano a disposizione per virtù propria dati riservati dai cui desumere il peggioramento degli indicatori economico-patrimoniali (rapporto tra indebitamento e capitale proprio, redditività etc.), l'esistenza di perdite tali da azzerare il capitale sociale o il prosciugamento della liquidità aziendale, a meno che tali indicatori non siano stati comunicati dall'amministratore delegato, dal direttore finanziario o da un altro componente del *top management*. Di più facile verificaazione ci sembrerebbe la seconda ipotesi, ove gli azionisti istituzionali potrebbero segnalare durante i dialoghi la mancanza di elementi istruttori indispensabili per poter valutare la convenienza dell'operazione programmata (per un'acquisizione societaria: prezzo praticato, set di *Rep&Warranty*, ricorso all'indebitamento, costi sostenuti per la *due diligence* etc.), così come le ragioni per le quali la stessa presenta scarse probabilità di successo (ad esempio, presenza di una falda acquifera sotto il terreno su cui si progetta la realizzazione di uno stabilimento industriale).

²⁹ Per una ricognizione dei sintomi di allarme: L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa. I consigli di amministrazione*, cit., 203 ss.

³⁰ Così, V. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni*, cit., 261.

³¹ E. MARCHISIO, *L'agire consapevolmente disinformato*, cit., 118

I temi su cui, tuttavia, a nostro parere l'attivismo degli azionisti istituzionali potrebbero produrre la maggiore interferenza sul perimetro dei doveri degli amministratori non esecutivi sono quelli attinenti alla *governance* e al *successo sostenibile*. Potrebbe accadere che durante i dialoghi i partecipanti comunicano ai presidenti dei comitati endoconsiliari la carenza nella composizione soggettiva della lista del consiglio uscente dei requisiti di *diversity* previsti dal codice di autodisciplina, l'insufficiente considerazione dei rischi ESG da parte del SIGC, il mancato inserimento nella politica di remunerazione di obiettivi di sostenibilità quale parametro a cui ancorare la corresponsione della parte variabile della remunerazione dell'amministratore delegato e dei dirigenti con responsabilità strategiche, lo scollamento tra comunicazione in materia di sostenibilità ed effettivo impatto ambientale e sociale dell'impresa.

In tutti questi casi i dati, le opinioni, le valutazioni formulate, all'interno dei dialoghi, dagli azionisti istituzionali fanno venire meno quell'*affidamento* che, in assenza di tali flussi informativi, avrebbe consentito agli amministratori non esecutivi di prendere una decisione basandosi esclusivamente sulle informazioni somministrate da altri. Inoltre, dato che sugli amministratori incombe anche l'obbligo di monitorare tanto l'adeguatezza quanto il concreto funzionamento della politica del dialogo, parrebbe potersi desumere un loro dovere di accertare l'effettiva acquisizione del parere degli azionisti istituzionali e/o di riferimento prima della votazione consiliare. È il caso, ad esempio, dell'istruttoria preconsiliare di una delibera con cui il consiglio di amministrazione convochi l'assemblea dei soci in sede straordinaria per deliberare un aumento del capitale: qui si impone, evidentemente, agli amministratori non esecutivi la verifica circa la previa acquisizione del parere dei soci più significativi.

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Con il lavoro di ricerca si è tentato di fornire una prospettiva ricostruttiva alternativa sul tema dell'*engagement* ponendo al centro dell'attenzione i doveri che connotano la posizione degli amministratori di società per azioni quotata, con l'obiettivo di andare oltre a un'impostazione che guarda esclusivamente ai soci e ai loro poteri all'interno dell'organizzazione sociale. Parimenti si è cercato di dare un contributo conoscitivo ulteriore rispetto a quelle teorie volte a verificare la compatibilità del fenomeno dell'*engagement*, da un lato, con i principi fondamentali dell'ordinamento azionario, dall'altro, con la legislazione europea in materia di *market abuse*.

Ci si è così innanzitutto interrogati sulla possibilità di individuare nella condotta degli amministratori profili di doverosità in relazione alla consultazione selettiva degli azionisti finalizzata a sondarne le intenzioni e a evitare che essi attuino iniziative di *engagement* ostile, distinguendosi tra operazioni di esclusiva competenza degli amministratori e operazioni che, viceversa, necessitano di un passaggio assembleare per poter essere realizzate.

Giunti alla conclusione dell'impossibilità di affermare un dovere generalizzato degli amministratori di dialogare con i soci, si è allora deciso di inquadrare il problema dell'*engagement* soci/amministratori all'interno del campo problematico degli assetti organizzativi intesi in senso lato, e in particolare di quelli funzionali ad acquisire tutti gli elementi istruttori rilevanti per l'assunzione di una determinata delibera consiliare. Ciò ha consentito di interpretare la politica del dialogo in un'ottica funzionale, ovvero come insieme di regole attraverso cui il consiglio di amministrazione organizza quella particolare declinazione della funzione amministrativa costituita dalla comunicazione con gli azionisti e/o gli altri *stakeholders* rilevanti per l'impresa.

Come si è tentato di porre in luce nell'ultima parte del percorso di ricerca che si è deciso di tracciare nel presente lavoro, la principale conseguenza della procedimentalizzazione dei dialoghi è l'instaurazione di un flusso informativo esterno che circola all'interno del consiglio di amministrazione ed è capace di interferire, seppur in modo differenziato, con i poteri e i doveri dei suoi componenti, sul presupposto che ciascun amministratore ha il dovere di agire in modo informato. Da ciò discende quello che probabilmente è il nodo problematico più interessante dal punto di vista sistematico, vale a dire l'impatto prodotto sui doveri degli amministratori non esecutivi dal potenziale contrasto tra informazioni emerse nel corso dei dialoghi, fatte circolare in consiglio dal presidente, e informazioni messe a disposizione del *plenum* da parte dell'amministratori delegato e della struttura aziendale

INDICE DELLE FONTI BIBLIOGRAFICHE

- AA.VV. *Diritto del governo delle imprese*, diretto da Irrera, Torino, 2016.
- AA.VV. *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*, Oxford, 2017.
- ABBADESSA P., *Assemblea e operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, in *Le operazioni con parti correlate. Atti del convegno Università Cattolica del Sacro Cuore*, Piacenza, 19 novembre 2010, a cura di V. Cariello, Milano, 2011, 24 ss.
- ABBADESSA P., *I poteri di controllo degli amministratori di minoranza (membri del comitato esecutivo con voto consultivo?)*, in *Giur. comm.*, 1980, I, 816 ss.
- ABBADESSA P., *La circolazione delle informazioni all'interno del gruppo*, in *I gruppi di società*, Atti del convegno internazionale di studi di Venezia, 16-18 novembre 1995, Vol. I, Milano, 1996, 570 ss.
- ABBADESSA P., *La competenza assembleare in materia di gestione nella s.p.a.*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*. Liber amicorum Antonio Piras, Torino, 2010, 1 ss.
- ABBADESSA P., *La gestione dell'impresa nella società per azioni. Profili organizzativi*, Milano, 1975
- ABBADESSA P., *Profili topici della nuova disciplina della delega amministrativa*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gianfranco Campobasso, 2007, 491 ss.
- ABRIANI N., *Dalle nebbie della finzione al nitore della realtà: una svolta nella giurisprudenza civile in tema di amministratore di fatto*, in *Giur. comm.*, 2000, II, 167 ss.
- ABRIANI N., *Gli amministratori di fatto di società di capitali*, Milano, 1998
- ABRIANI N., *Il nuovo codice di corporate governance*, in *La nuova società quotata: tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*, a cura di P. Montalenti e M. Notari, Milano,
- ABRIANI N.-MONTALENTI P., *L'amministrazione: vicende del rapporto, poteri, deleghe e invalidità delle deliberazioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, Vol. IV, Tomo I, Padova, 2010.
- ABRIANI N.-SCHNEIDER G., *Il diritto societario incontra il diritto dell'informazione: IT, corporate governance e Corporate Social Responsibility*, in *Riv. soc.*, 2020, 1370 ss.
- AFSHARIPOUR A., *ESG and Board-Shareholder Engagement in M&A*, in *Board-Shareholder Dialogue: Policy Debate, Legal Constraints and Best Practices*, a cura di L. Enriques e G. Strampelli, disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4301453
- AGSTNER P.-COSTA S., *Il consiglio di amministrazione nel sistema di controllo interno e di gestione dei rischi di società quotate*, in *ODC*, 2022, 749 ss.
- ALVARO S.-MAUGERI M.-STRAMPELLI G., *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettive*, Quaderno giuridico Consob 19 gennaio 2019.

AMATUCCI C., *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e business judgment rule*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 643 ss.

ANGELICI C., *A proposito di “interessi primordiali” dei soci e “gestione esclusiva” degli amministratori*, in *Riv. dir. comm.*, 59 ss.

ANGELICI C., *Conclusioni*, in *Il caleidoscopio dell’informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*, a cura di P. Marchetti, F. Ghezzi, R. Sacchi, Milano, 2020, 320 ss.

ANGELICI C., *In tema di rapporti tra “amministrazione” e “controllo”*, in *Dialogo sul sistema dei controllo nelle società*, a cura di P. Abbadessa, Torino, 2015, 145 ss.

ANGELICI C., *Interesse sociale e business judgment rule*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, 593 ss.

ANGELICI C., *La record date*, in *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, Milano, 2015, 67 ss.

ANGELICI C., *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da A. Cicu, F. Messineo e L. Mengoni, continuato da P. Schlesinger, Milano, 2012

ANGELICI C., *Note in tema di informazione societaria*, in *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, 249 ss.

ANGELICI C., *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 2 ss.

ANGELICI C., *Società per azioni e in accomandita per azioni*, in *Enc. Dir.*, XLII, Milano, 1990, 980 ss.;

ANNUNZIATA F.-SCOPSI M., *Il rapporto ESMA del 23 settembre 2020 e le proposte di modifica al Regolamento market abuse*, in *Riv. soc.*, 2021, 176 ss.

ARDIZZONE L., *L’esercizio dell’attività d’impresa nel private equity*, Milano, 2018.

ASCARELLI T., *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 3 ss.

ASCARELLI T., *Proprietà e controllo della ricchezza*, in *Studi di diritto comparato e in tema di interpretazione*, a cura di T. Ascarelli, Milano, 1952, 293 ss.

BAINBRIDGE S.M., *Shareholder Activism and Institutional Investors*, reperibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=796227).

BALP. G., *Commento all’art. 124-quinquies*, in *Commentario breve al T.U.F.*, a cura di Calandra Buonauro, Padova, 2020, 960 ss.

BALP. G., *I consulenti di voto*, Milano, 2017.

BALP. G., *Società quotate e partecipazione all’assemblea: per una maggiore apertura all’intervento e al voto a distanza*, in *Riv. soc.*, 2022, 189 ss.

BALP. G.-STRAMPELLI G., *Institutional Investor ESG Engagement: The European Experience*, in *European Business Organization Law Review*, 2022, 869 ss.

BALP. G.-STRAMPELLI G., *Institutional Investors as the Primary Users of Sustainability Reporting*, in AA.Vv, *The Cambridge Handbook of EU Sustainable Finance: Regulation, Supervision and Governance*, Cambridge University Press, 2023, in corso di pubblicazione, disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4495602.

BARACHINI F., *La gestione delegata nella società per azioni*, Torino, 2008.

BARACHINI F., *Tutela delle minoranze e funzione gestoria*, in *Giur. comm.*, 2018, 576 ss.

BARBARA G., *Flussi informativi endoconsiliari e interorganici*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2022, 424 ss.

BARBARA G., *Il valore dell'informazione nella governance delle s.p.a. Il consiglio di amministrazione*, Torino, 2019, 40.

BARCELLONA E., *La "gestione collettiva del risparmio" a seguito della direttiva GEFIA. Investment Companies, Family Offices, Club Deals, SPAC, Holding Companies*, Milano, 2018.

BARCELLONA E., *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Riv. soc.*, 2022, 1 ss.

BARTALENA A., *I comitati a rilevanza esterna*, in *Riv. soc.*, 2022, 745 ss.

BEBCHUCK L.-COHEN A., *The Agency Problems of Institutional Investors*, in *The Journal of Economic Perspectives*, 2017, 89 ss.

BEBCHUCK L.-HIRST S., *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, in *Columbia Law Review*, 2019, 2029 ss.

BEBCHUCK L.-HIRST S., *The Specter of the Giant Three*, in *Boston University Law Review*, 2019, 721 ss.

BELVISO U., *L'informazione dei soci nelle società con azioni quotate (art. 130, d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58)*, in *Riv. soc.*, 2000, 828 ss.

BENAZZO P., *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta*, in *Riv. soc.*, 2018, 1463 ss.

BENEDETTI L., *L'applicabilità della business judgement rule alle decisioni organizzative degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2019, 413 ss.

BENEDETTI L., *L'engagement soci/amministratori e la governance della s.p.a.: considerazioni sistematiche*, in *Riv. soc.*, 2022, 1087 ss.

BERLE A.-MEANS G., *The Modern Corporation and Private Property*, New York, 1932.

BERTOLOTTI A., *Revoca di delega ex art. 2381, 2° comma, e giusta causa, con qualche interrogativo*, in *Giur. it.*, 2020, 2162 ss.

BIANCHI L., *La gestione dell'impresa. I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Bologna, 2021.

- BIANCHI L.-ENRIQUES L., *Corporate Governance in Italy After The 1998 Reform: What Role for Institutional Investors?*, Quaderni di Finanza Consob, 2001, 1 ss.
- BIANCHI M.-MILIČ M., *Le politiche di engagement delle società tra teoria e prassi*, in *Riv. soc.*, 2021, 1324 ss.
- BLANDINI A., *Sui soci di minoranza e sugli investitori istituzionali nelle riforme del nuovo millennio*, in *Studi per Franco Di Sabato*, Napoli, 2009, 113 ss.
- BONELLI F., *Gli amministratori di s.p.a. a dieci anni dalla riforma del 2003*, Torino, 2013.
- BONELLI F., *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma*, Milano, 2004.
- BONELLI F., *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 4, Torino, 1991, 323 ss.
- BONELLI F., *Presidente del consiglio di amministrazione di s.p.a.: poteri e responsabilità*, in *Giur. comm.*, 2013, 215 ss.
- BORDIGA F., *Spunti in materia di autonomia statutaria nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2021, 768 ss.
- BRIOLINI F., *Gli strumenti di controllo degli azionisti di minoranza*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*. Liber amicorum Antonio Piras, Torino, 2008, 17 ss.
- BRUNO S., *Cambiamento climatico e organizzazione delle società di capitali a seguito del nuovo testo dell'art. 2086*, in *AGE*, 2020, 54 ss.
- BRUNO S., *Dichiarazione non finanziaria e obblighi degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2018, 1012 ss.
- BRUNO S., *Il ruolo dell'assemblea di s.p.a. nella corporate governance*, Padova, 2012.
- BRUNO S.-BIANCONI F., *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive*, in *Riv. soc.*, 2014, 1269 ss.
- BUONOCORE V., *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giur. comm.*, I, 2006, 5 ss.
- BUONOCORE V., *Le situazioni soggettive dell'azionista*, in *Ristampe della Scuola di specializzazione in diritto civile dell'Università di Camerino*, a cura di Pietro Perlingieri, 2011.
- BUONOCORE V., *Principio di uguaglianza e diritto commerciale*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 582 ss.
- BUSSOLETTI M., *I diritti di controllo e di azione del socio di s.r.l in Disciplina delle società e legislazione bancaria. Studi in onore di Gustavo Visentini*, Vol. 1, *Principi e metodo, società e organizzazione*, a cura di A. Nuzzo e A. Palazzolo, Roma, 2020, 127 ss.
- CACCHI PESSANI S., *Il voto di lista per la nomina degli amministratori nelle società a controllo "fluido": prassi, problemi e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2021, 705 ss.
- CAGNASSO O., *Brevi note in tema di potere gestorio nelle società di capitali*, in *Società*, 2003, 802 ss.

- CAGNASSO O., *L'amministrazione collegiale e la delega*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 4, Torino, 1991, 250 ss.
- CALANDRA BUONAURA V., *Amministrazione disgiuntiva e società di capitali*, Milano, 1984.
- CALANDRA BUONAURA V., *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, 1985.
- CALANDRA BUONAURA V., *Intermediari finanziari e corporate governance*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 867 ss.
- CALANDRA BUONAURA V., *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, in *Trattato di Diritto Commerciale*, fondato da V. Buonocore, diretto da R. Costi, Sez. IV, Tomo 4, Torino, 2019.
- CALANDRA BUONAURA V., *La gestione dell'impresa della società per azioni nella riforma*, in *La riforma del diritto societario dieci anni dopo. Per i quarant'anni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 2015, 225 ss.
- CALANDRA BUONAURA V., *Responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori*, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, 27 ss.
- CALVOSA L., *Gestione esclusiva degli amministratori nella s.r.l.*, in *Patrimonio sociale e governo dell'impresa. Dialogo tra giurisprudenza, dottrina e prassi. In ricordo di G.E. Colombo*, a cura di G.A. Rescio e M. Speranzin, Torino, 2020, 131 ss.
- CALVOSA L., *Informazioni privilegiate e regolamento MAR*, in *Riv. dir. comm.*, 2019, 99 ss.
- CALVOSA L., *La governance delle società quotate italiane nella transizione verso la sostenibilità e la digitalizzazione*, in *Riv. soc.*, 2022, 309 ss.
- CALVOSA L., *Say-on-climate e competenze assembleari nella società per azioni quotata*, in *Riv. soc.*, 2022, 1073 ss.
- CALVOSA L., *Sui poteri individuali dell'amministratore nel consiglio di amministrazione di società per azioni*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, 2008, 356 ss.
- CALVOSA L., *Tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance in ENI*, in *La nuova società quotata: tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*, a cura di P. Montalenti e M. Notari, Milano, 2022, 245 ss.
- CAMARDI C., *Brevi riflessioni sull'argomentazione per principi nel diritto privato*, in *Riv. dir. civ.*, 2017, 1130 ss.
- CAMPOBASSO M., *La tutela delle minoranze tra società aperte e società chiuse*, in *La tutela del socio e delle minoranze. Studi in onore di Alberto Mazzoni*, a cura di F. Barachini, Torino, 2018, 131 ss.

- CAPELLI I., *Le remunerazioni*, in *Testo Unico Finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, Vol. II, 1910 ss.
- CAPRARA A., *I principi di corretta amministrazione. Struttura, funzione, rimedi*, Torino, 2021.
- CARBONARA S.-GILOTTA S., *La politica di impegno degli investitori istituzionali*, in *Il recepimento in Italia della shareholder rights II*, a cura di F. Raffaele e E. Ruggiero, Padova, 2021, 234 ss.
- CASTRONOVO C., *La nuova responsabilità civile*, Milano, 2006.
- CERA M., *I soci di società quotate tra tipologia reale, modelli societari e neoistituzionalismo*, in *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, Tomo I, a cura di M. Callegari, S.A. Cerrato, E. Desana, Torino, 2022, 615 ss.
- CERRATO S.A., *Appunti per una via italiana all'ESG. L'impresa costituzionalmente solidale (anche alla luce dei nuovi artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, in *AGE*, 2022, 96 ss.
- CERRATO S.A., *Le deleghe di competenze assembleari nelle società per azioni*, Milano, 2009.
- CETRA A.-CUOMO P., *“Responsabilità sociale” e gestione dell'impresa azionaria nel nuovo codice di Corporate Governance*, in *Studi di Diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, a cura C. Costa, A. Mirone, P. Pennisi, P. Sanfilippo, R. Vigo, Torino, 2021, 165 ss.
- CHEFFINS B., *The Stewardship Code's Achilles' Heel*, in *The Modern Law Review*, 2010, 1004 ss.
- CHIAPPETTA F., *Finanziamento della società per azioni e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2006, 672 ss..
- CIAN M., *Clausole statutarie per la sostenibilità dell'impresa: spazi, limiti e implicazioni*, in *Riv. soc.*, 2021, 475 ss.
- CIAN M., *I fondi di investimento alternativi: i modelli regolatori, il mercato, l'impresa partecipata*, in *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, Torino, 2019, 145 ss.
- CODAZZI E., *Il voto degli azionisti sulle politiche di remunerazione degli amministratori: la disciplina italiana e il modello comunitario di “say on pay”*, in *ODC*, 2016, 1 ss.
- CODAZZI E., *L'ingerenza nella gestione delle società di capitali tra “atti” e “attività”*. *Profili in tema di responsabilità*, Milano, 2013.
- COFFEE JR J., *Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*, in *Columbia Law Review*, 1991, 1277 ss.
- COFFEE JR J.-PALIA D., *The Wolf at the Door: the Impact Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, in *Journal on Corporate Law*, 2016, 572 ss.
- COLTRARO G., *Gli accordi di fusione. Profili negoziali e procedurali*, Milano, 2013.
- COOLS S., *Climate Proposals: ESG Shareholder Activism Sidestepping Boar Authority*, in *Research Handbook on Environment, Social and Corporate Governance*, a cura di T. Kuntz, Edward Elgar, in corso di pubblicazione, disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4377030.
- CORSO S., *Gli interessi “per conto di terzi” degli amministratori di società per azioni*, Torino, 2015.

CORSO S., *Società di gestione del risparmio e attività di direzione e coordinamento nei confronti delle società partecipate dai fondi gestiti*, in *BBTC*, 2019, 594 ss.

COSSU M., *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, in *Riv. soc.*, 2021, 1253 ss.

COSSU M., *L'attivismo degli investitori non istituzionali in Italia*, in *BBTC*, 2017, 398 ss.

COSTI R., *L'informazione al mercato: trasparenza e riservatezza*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*, a cura di P. Marchetti, F. Ghezzi, R. Sacchi, Milano, 2020, 151 ss.

COSTI R., *Note sul diritto di informazione e ispezione del socio*, in *Riv. soc.*, 1963, 65 ss.

COSTI R., *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 313 ss.

CUOMO P., *Il consiglio di amministrazione e la gestione dell'impresa nel codice di corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2021, 79 ss.

D'ALESSANDRO F., *La Seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. soc.*, 1987, 3 ss.

D'ATTORRE G., *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2008.

DACCÒ A., *Il ruolo degli investitori istituzionali nella governance delle società*, in *Il Testo Unico Finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, Vol. II, 1783 ss.

DACCÒ A., *Spunti di riflessione su capitalismo sostenibile e strumenti a disposizione*, in *BBTC*, 2022, II, 372 ss.

DAVIES P., *Introduction to Company Law*, Oxford, 2020.

DAVIES P., *The UK Stewardship Code 2010-2020. From Saving the Company to Saving the Planet?*, in *Global Shareholder Stewardship*, a cura di D. Katelouzou e D.W. Puchniak, Cambridge, 2022, 48 ss.

DAVIES P., WORTHINGTON S.-HARE C., *Gower Principles of Modern Company Law*, Sweet&Maxwell, 2021, 225.

DE LUCA N., *Art. 2367*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Tomo I, Milano, 2016, 901.

DELLA TOMMASINA L., *Il trasferimento di asset strategici tra competenze non scritte dell'assemblea e lesione dei diritti dei soci*, in *RDS*, 2020, 471 ss.

DELLA TOMMASINA L., *Informazione preassembleare e tutela dell'investimento*, Milano, 2018.

DELLA TOMMASINA L., *L'attività di reporting negli emittenti quotati: governo societario e politiche non finanziarie*, in *Trattato delle società*, diretto da V. Donativi, t. IV, 139 ss.

DELLA TOMMASINA L., *Sustainability-Related Disclosures in Financial Services and Dialogue Policies in Listed Companies*, in *European Company and Financial Law Review*, 2022, 802 ss.

DELLA TOMMASINA L., *Sustainability-Related Disclosures in Financial Services and Dialogue Policies in Listed Companies*, in *ECFR*, 2022, 782 ss.

DENOZZA F., *Due concetti di stakeholderism*, in *Rivista ODC*, 2022, 37 ss.

DENOZZA F., *Incertezza, azione collettiva, esternalità, problemi distributivi: come si forma lo short-termism e come se ne può uscire con l'aiuto degli stakeholders*, in *Riv. soc.*, 2021, 297 ss.

DENOZZA F., *La direttiva shareholders' rights II e il ruolo degli investitori istituzionali*, in *La nuova società quotata: tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*, a cura di P. Montalenti e M. Notari, Milano, 2022, 104 ss.

DENOZZA F., *Lo scopo della società tra short-termism e stakeholder empowerment*, in *Rivista ODC*, 2021, 29 ss.

DENOZZA F., STABILINI A., *Uncertainty, externalities and collective action problems: correcting the short-term bias through a multi-stakeholder approach*, in *Rivista ODC*, 2021, 1079 ss.

DENOZZA F.-STABILINI A., *Informazione non finanziaria e stakeholders empowerment*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*, a cura di P. Marchetti, F. Ghezzi, R. Sacchi, Milano, 2020, 249 ss.

DESANA E., *Politiche di dialogo con gli azionisti, equilibrio di genere e fattori ESG: appunti*, in *Riv. soc.*, 2021, 1336 ss.

DI CATALDO V., *Diritti di voice degli azionisti e tutela delle minoranze, Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. Annunziata, Milano, 2016, 78.

DI NOIA C.-GARGANTINI M., *Corporate governance e comunicazione di informazioni privilegiate*, in *Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, a cura di U. Tombari, Torino, 2018, 7 ss.

EISENBERG M., *The Structure of the Corporation*, 1976, ristampato nel 2006 da Beard Books.

BAINBRIDGE S., *The Board of Directors*, in *Oxford Handbook on Corporate Law and Governance*, Oxford, 2015.

ENRIQUES L., *Nuova disciplina delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali: fatti e prospettive alla luce dell'esperienza anglosassone*, in *Giur. comm.*, I, 1998 680 ss.

ENRIQUES L.; *The European Parliament Draft Directive on Corporate Due Diligence and Accountability: Stakeholder-Oriented Governance on Steroids*, in *Riv. soc.*, 2021, 319 ss.

ENRIQUES L.-GILOTTA S., *Disclosure and Financial Market Regulation*, in *The Oxford Handbook on Financial Regulation*, Oxford, 2015, 511 ss.

ENRIQUES L.-ROMANO A., *Institutional Investor Voting Behavior: A Network Theory Perspective*, in *University of Illinois Law Review*, 2019, 223 ss.

ENRIQUES L.-ROMANO A., *Rewiring Corporate Law for and Interconnected World*, in *ECGI Law Working Paper* n. 572/2021, disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3814822.

EREDE M., SANDRELLI G., *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2013, 941 ss.

FAZZINI P., *Doveri fiduciari degli amministratori designati dai fondi attivisti e conflitto di interessi: alcune considerazioni in una prospettiva transatlantica*, in *RDS*, 2020, 207 ss.

FERRARINI G., *Funzione del consiglio di amministrazione, ruolo degli indipendenti e doveri fiduciari*, in *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, a cura di M. Bianchini e C. Di Noia, Milano, 2010, 51 ss.

FERRARINI G., *The EU Sustainable Governance Consultation and the Missing Link to Soft Law*, in *ECGI Law Working Paper* N° 576/2021, 2021.

FERRI G., *Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 35 ss.

FERRI G.; *La tutela dell'azionista in una prospettiva di riforma*, in *Riv. soc.*, 1956, 177 ss.

FERRI JR G., *Interesse dell'impresa e posizioni soggettive nell'evoluzione del diritto societario*, in *Esiste uno "stile giuridico" neoliberale? Atti dei seminari per Francesco Denozza*, a cura di R. Sacchi e A. Toffoletto, Milano, 57 ss.

FERRI JR G., *Investimento e conferimento*², Milano, 2001.

FERRI JR G., *L'amministrazione delegata nella riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, 625 ss.

FERRI JR G., *Le deleghe interne*, in AA. VV., *Amministrazione e amministratori di società per azioni*, a cura di B. Libonati, Milano, 1995, 194 s.

FERRI JR G., *Modificabilità e modificazioni del progetto di fusione*, Milano, 1998.

FERRO-LUZZI P., *L'assetto e la disciplina del risparmio gestito*, in *Scritti giuridici*, 2014, Padova, 140 ss.

FERRO-LUZZI P., *L'esercizio d'impresa tra amministrazione e controllo*, in *AGE*, 2007, 231 ss.

FERRO-LUZZI P., *Riflessioni in materia di controllo*, in *Diritto, mercato ed etica, Dopo la crisi. Omaggio a Piergaetano Marchetti*, Milano, 2010 cit., 309 ss.

FERRO-LUZZI P., *Riflessioni sulla riforma I: La società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 673 ss.

FERRO-LUZZI P., *I contratti associativi*, Milano, 1976.

FISCH J.-AMDANI A.-SOLOMON S., *The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors*, in *U. Penn L. Rev.*, 2019, 17 ss.

FORMISANI R., *Business judgment rule e assetti organizzativi: incontri (e scontri) in una terra di confine*, in *RDS*, 2018, 455 ss.

FORTUNATO S., *Codice della crisi e Codice civile: impresa, assetti organizzativi e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2019, 952 ss.

FORTUNATO S., *Il “sistema dei controlli” e la gestione dei rischi (a quindici anni dal T.U.F.)*, in *Riv. soc.*, 2015, 257 ss.

FORTUNATO S., *L’informazione del socio*, in *RDS*, 2020, 13 ss.

FOSCHINI M., *Il diritto dell’azionista all’informazione*, Milano, 1959.

GAMBINO A., *Tutela delle minoranze*, in *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, 135 ss.

GARILLI C., *Il coinvolgimento di soci e stakeholders nella determinazione delle remunerazioni degli amministratori prime riflessioni alla luce della proposta di direttiva modificativa della Shareholder Rights Directive*, in *ODC*, 2016, 1 ss.

GATTI M.-STRAMPELLI G.-TONELLO M., *How Does Board-Shareholder Engagement Really Work? Evidence from a Survey of Corporate Officers and from Disclosure Data*, disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4256925.

GIANNELLI A.-MOSCA C., *Flussi informativi tra amministratori e soci nella società quotata*, in *orizzontideldirittocommerciale.it*, 2012.

GILOTTA S., *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, Milano, 2022.

GILOTTA S., *Le società quotate e l’informazione societaria*, in *Testo Unico Finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, Vol. II, 1517.

GILSON R.-GORDON J., *Agency Capitalism: further implications of equity intermediation*, in *Research Handbook on Shareholder Power*, Cheltenham, 2015 32 ss.

GILSON R.-GORDON J., *Board 3.0: What the Private-Equity Governance Model Can Offer Public Companies?*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 2020, 43 ss.

GILSON R.-GORDON J., *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 863 ss.

GINEVRA E., *Art. 2441*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, tomo II, Milano, 2016, 2632 ss..

GINEVRA E., *Le società di capitali “aperte” tra codice civile e T.U.F.*, in *BBTC*, 2022, 868 ss.

GINEVRA E., *Tre questioni applicative in tema di assetti adeguati nella s.p.a.*, in *BBTC*, 2021, I, 552 ss.

GINEVRA E.-PRESCIANI C., *Il dovere di istituire assetti adeguati ex art. 2086*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2019, 1209 ss.

- GOMTSIAN S., *Shareholder Engagement and Voting in the United Kingdom*, in *The Cambridge Handbook of Shareholder Engagement and Voting*, a cura di H. Kaur, C. Xi, C. Van der Elst, A. Lafarre, Cambridge, 2022, 432.
- GORDON J., *Systemic Stewardship*, *The Journal of Corporation Law*, 2022, 627 ss.
- GREENWOD D., *Fictional Shareholder: For Whom are Corporate Managers Trustees*, in *South California Law Review*, 1996, 1023 ss.
- GUACCERO A., *L'attivismo azionario: verso la riscoperta di un ruolo dell'assemblea?*, in *Riv. soc.*, 2016, 409 ss.
- GUERRERA F., *Gestione "di fatto" e funzione amministrativa*, in *Scritti in onore di Antonio Pavone La Rosa*, Vol. 1, Tomo I, Milano, 1999, 390 ss.
- GUIZZI G., *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, Milano, 2014.
- GUIZZI G., *Gli azionisti e l'assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in *RDS*, 2011, 2 ss.
- GUIZZI G., *Gli investitori istituzionali tra esigenze di coordinamento e problema del concerto*, in *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, a cura di M. Maugeri, Milano, 2015, 209 ss.
- GUIZZI G., *Interesse sociale e governance delle società pubbliche*, in *La governance delle società pubbliche nel d.lgs. n. 175/2016*, a cura di Guizzi, Milano, 2017, 1 ss.
- GUIZZI G., *Riflessioni intorno all'art. 2380-bis*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, Vol. II, Torino, 2014, 1043 ss.
- HAWLEY J.-WILLIAMS A., *The Rise of Fiduciary Capitalism. How Institutional Investors Can Make Corporate America More Democratic*, University of Pennsylvania, 2000.
- HERTIG G., *Governance by Institutional Investors in a Stakeholder World*, in *Oxford Handbook on Corporate Law and Governance*, Oxford, 2015, 830 ss.
- HOPT K., *The Dialogue between the Chairman of the Board and Investors: The Practice in the UK, the Netherlands and Germany and the Future of the German Corporate Governance Code Under the New Chairman*, in *ECGI Law Working Paper N° 365/2017*.
- HOUBEN M., *Articolazione dell'organo amministrativo e assetti organizzativi adeguato: il ruolo del Codice di Corporate Governance*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2020, 713 ss.
- HOUBEN M., *La distribuzione della responsabilità nei consigli di amministrazione con comitati interni investiti di funzioni istruttorie, propositive e consultive*, in *BBTC*, 2022, 439 ss.
- IRIS C., *Learning from the UK in the Proposed Shareholders' Rights Directive 2014? European Corporate Governance Regulation from a UK Perspective*, in *ZVglRWiss*, 2015, 1 ss.
- IRRERA M., *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005.

IRRERA M., *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni tra vecchie e nuove clausole generali*, in *RDS*, 2011, 358 ss.

IRRERA M., *L'autovalutazione del consiglio di amministrazione tra soft law, prescrizioni regolamentari, aspirazioni e limiti intrinseci*, in *RDS*, 2022, 291 ss.

IRRERA M., *La collocazione degli assetti organizzativi e l'intestazione del relativo obbligo (tra Codice della Crisi e bozza di decreto correttivo)*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2020, 119 ss.

IRRERA M., *Luci e (molte) ombre sulla lista del cda per la nomina degli amministratori nelle società quotate: brevi appunti*, in *ilcaso.it*, 11 ottobre 2021, 1 ss.

KAHAN M.-ROCK E., *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in *Corporate Governance Law Review*, 2007, 134 ss.

KATELOUZOU D., *The Market for Stewardship and the Role of the Government*, in *Global Shareholder Stewardship*, a cura di D. Katelouzou e D.W. Puchniak, Cambridge, 2022, 67 ss.

KATELOUZOU D.-PUCHNIAK D., *Global Shareholder Stewardship. Complexities, Challenges and Possibilities*, in *Global Shareholder Stewardship*, a cura di D. Katelouzou e D.W. Puchniak, Cambridge, 2022, 1 ss.

KUTUFÀ I., *Adeguatezza degli assetti e responsabilità gestoria*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*. Liber amicorum Antonio Piras, Torino, 2010, 698 ss.

KUTUFÀ I., *Interferenza nella gestione e responsabilità dell'azionista*, 2023, Napoli.

KUTUFÀ I., *L'assunzione di partecipazioni in altre imprese tra questioni di competenza e problemi di responsabilità*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2022, 1594 ss.

LENER R., *La SGR come socio*, in *La disciplina delle gestioni patrimoniali SGR, Fondi comuni e SICAV*, Quaderni di documentazione e ricerca Assogestioni n. 23, 276 ss.

LIBERTINI M., *Gestione "sostenibile" delle imprese e limiti alla discrezionalità imprenditoriale*, in *Contratto e impresa*, 2023, 60 ss.

LIBERTINI M., *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003. Appunti per un corso di diritto commerciale*, in *RDS*, 2008, 198 ss.

LIBERTINI M., *Sulla proposta di Direttiva UE su "Dovere di diligenza e responsabilità delle imprese"*, in *Riv. soc.*, 2021, 325 ss.

LIBERTINI M.-AURELIO M.-SANFILIPPO P., *Commento all'art. 2367*, in *L'assemblea di società per azioni. Artt. 2363-2379-ter*, Milano, 2016, 128 ss.

LIBONATI B., *Il governo del consiglio di amministrazione di società per azioni*, in *Diritto, mercato ed etica. Dopo la crisi*, Milano, 2010, 371 ss.

LIBONATI B., *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Scritti giuridici*, Vol. 1, Milano, 2013, 327 ss.

LIBONATI B., *Riflessioni su “l’interesse sociale” di Pier Giusto Jager*, in *L’interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010, 77 ss.

LOMBARDO S., *I sondaggi di mercato: prime riflessioni*, in *Le Società*, 2016, 159 ss.

LOMBARDO S-MUCCIARELLI F.M., *Market Soundings: The Interaction between Securities Regulation and Company Law in the United Kingdom and in Italy*, in *European Company and Financial Law Review*, 2019, 310 ss.

MANCUSO F., *I fondi comuni e la gestione delle partecipazioni azionarie*, Torino, 2023.

MARCHEGIANI L., *La motivazione delle deliberazioni consiliari nelle società per azioni*, Milano, 2018.

MARCHETTI P., *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, 268 ss.

MARCHETTI P., *l bicchiere mezzo pieno*, in *Riv. soc.*, 2021, 336 ss.

MARCHETTI P., *Le novità in materia di s.p.a.*, in *Le operazioni sul capitale sociale: casi pratici e tecniche di redazione del verbale notarile*, consultabile su <http://elibrary.fondazione-notariato.it>.

MARCHETTI P., *Note sulla figura del Presidente del Consiglio di amministrazione nel Codice di autodisciplina*, in *Scritti in onore di Ermanno Bocchini*, tomo II, Torino, 2016, 679 ss.

MARCHETTI P., *Prezzo di emissione e “bookbuilding” in alcuni recenti casi*, in *Analisi Giuridica dell’Economia*, fasc. 1, 2017, 20 ss.

MARCHETTI P., *Sull’informativa preconsiliare e sulla sua possibile complessità*, in *Il caleidoscopio dell’informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*, a cura di Marchetti, Ghezzi, Sacchi, Milano, 2020, 115.

MARCHISIO E., *L’agire consapevolmente disinformato dell’amministratore di s.p.a.*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, 103 ss.

MAUGERI M., *Gruppi di società e informazioni privilegiate*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 907 ss.

MAUGERI M., *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, 993 ss.

MAUGERI M., *Le deliberazioni assembleari “consultive” nella società per azioni*, in *Società, banche, crisi d’impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi, Torino, 2014, 820 ss.

MAUGERI M., *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Il Testo Unico Finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, Vol. II, *Mercati ed emittenti*, Bologna, 2020, 1227 ss.

MAUGERI M., *Offerta pubblica di acquisto e informazioni privilegiate*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, 267 ss.

MAUGERI M., *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Milano, 2010.

MAUGERI M., *Autodisciplina, politiche di engagement e dialogo tra emittenti e investitori istituzionali*, Relazione tenuta a Milano il 13 febbraio 2020.

MAUGERI M., *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2013, 336 ss.

MAUGERI M., *Intervento*, in *Lo statement della Business Roundtable sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, in *ODC*, 2019, 593 ss.

MAUGERI M., *Proxy advisors, esercizio del voto e doveri fiduciari del gestore*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, 667 ss.

MAUGERI M., *Sostenibilità ed engagement degli azionisti istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2021, 1350 ss.

MAZZONI A., CERRAI A., *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Riv. soc.*, 1993, 1 ss.

MAZZONI A., *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 485 ss.

MAZZONI A., *Le minoranze nella tipologia della realtà*, in *La tutela delle minoranze nelle società quotate. Studi in memoria di Alessandro Cerrai*, Pisa, 2005, 13 ss.

MENGGONI L., *Recenti mutamenti nella struttura e nella gerarchia dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 1958, II, 689 ss.

MEO G., *L'amministrazione delle società quotate*, in *Il Testo Unico Finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, Vol. II, *Mercati ed emittenti*, Bologna, 2020, 1814 ss.

MERUZZI G., *Il dovere degli amministratori di agire in modo informato e l'organizzazione interna della società per azioni*, in *Le clausole generali nel diritto societario*, a cura di G. Meruzzi e G. Tantini, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto dell'economia*, 2011, Padova, 105 ss.

MERUZZI G., *L'adeguatezza degli assetti*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi. nella corporate governance delle società di capitali*, diretto da M. Irrera, Bologna, 2016, 41 ss.

MERUZZI G., *L'informativa endo-societaria nelle società per azioni*, in *Contratto e impresa*, 2010, 737 ss.

MERUZZI G., *Rilievi parasistematici sul fondamento e sui limiti di costituzionalità delle clausole generali nel diritto societario*, in *Av.Vv.*, *Studi in onore di Maurizio Pedrazzo Gorlero*, I, *I diritti fondamentali fra concetti e tutele*, ESI, Napoli, 2014, 473 ss.

MINERVINI G., *Gli amministratori di società per azioni*, Napoli, 1956.

MINTO A., *Assetti organizzativi adeguati e governo del rischio nell'impresa bancaria*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 1165 ss.

MIRONE A., *Assetti organizzativi, riparti di competenze e modelli di amministrazione: appunti alla luce del "decreto correttivo" al Codice della Crisi e dell'insolvenza*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 183 ss.

MIRONE A., *Regole di governo societario e assetti statutari delle banche tra diritto speciale e diritto generale*, in *Banca, Impresa e Società*, 2017, 1 ss.

MONTALENTI P., “*Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*”, in *Riv. soc.*, 2013, 59.

MONTALENTI P., *Assetti adeguati e Corporate Governance*, in *Rivista di Corporate Governance*, 2022, 384 ss.

MONTALENTI P., *Assetti adeguati e Corporate Governance: Profili generali*, in *Rivista di Corporate Governance*, 2022, 384 ss.

MONTALENTI P., *Gli obblighi di vigilanza nel quadro dei principi generali sulla responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di G.B. Portale e P. Abbadessa, II, Torino, 2006, 835 ss.

MONTALENTI P., *I principi di corretta amministrazione: una nuova clausola generale*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, diretto da M. Irrera, Bologna, 2016, 1 ss.

MONTALENTI P., *Il socio di società quotata*, in *Disciplina delle società e legislazione bancaria. Studi in onore di Gustavo Visentini*, Vol. 1, *Principi e metodo, società e organizzazione*, a cura di A. Nuzzo e A. Palazzolo, Roma, 2020, 182 ss.

MONTALENTI P., *Investitori istituzionali e gruppi di società: i flussi informativi*, in *Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, a cura di U. Tombari, Torino, 2018, 61 ss.

MONTALENTI P., *L'informazione e il diritto commerciale: principi e problemi*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, 779 ss.

MONTALENTI P., *La corporate governance nella società per azioni: profili generali*, in *Trattato delle società*, a cura di V. Donativi, tomo II, *Società per azioni*, 1181 ss.

MONTALENTI P., *Sub art. 2381*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario*, a cura di G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, vol. 2, Bologna, 2004, 680 ss.

MONTANARI M., *Il principio di parità di trattamento fra disciplina del mercato mobiliare*, in *Giur. Comm.*, 1996, I, 899 ss.

MORLEY J., *Too Big to Be Activist*, in *Southern California Law Review*, 2019, 1407 ss.

MOSCA C., *Comunicazione selettiva degli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, 29 ss.

MOSCA C., *Il sottile confine tra informazioni interne e informazioni privilegiate*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*, a cura di P. Marchetti, F. Ghezzi, R. Sacchi, Milano, 2020, 177 ss.

- MOSCA C., *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, 62 ss.
- MOSSA L., *Trattato del nuovo diritto commerciale*, IV, Cedam, Padova, 1957.
- MOZZARELLI M., *Appunti in tema di rischio organizzativo e procedimentalizzazione dell'attività imprenditoriale*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*. Liber amicorum Antonio Piras, Torino, 2010, 367 ss.
- MUCCIARELLI F.M., *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2004, 183 ss.
- NOONAN C.-WATSON S., *The Nature of Shadow Directorship: Ad Hoc Statutory Intervention or Core Company Law Principle*, in *Journal of Business Law*, 2006, 773 ss.
- NOTARI M., *Diritti di voice degli azionisti e tutela delle minoranze*, in *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. Annunziata, Milano, 2016, 247 ss.
- NUZZO A., *Sulle sedi di decisione nelle società quotate e sulla prevenzione di abusi da concentrazione di potere*, in *AGE*, 2003, 81 ss.
- OPPO G., *Eguaglianza e contratto nelle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, I, 631 ss.
- OPPO G., *Maggioranza e minoranze nella riforma delle società quotate*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, 231 ss.
- ORCIANI L., *Il ruolo dell'assemblea degli azionisti nello sviluppo delle politiche di sostenibilità: say on pay, say on climate*, in *Imprese, mercati e sostenibilità: nuove sfide per il diritto commerciale*, XIV Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti del Diritto Commerciale", 26-27 maggio 2023.
- PACCES A., *Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive*, in *ECGI Law Working Paper N° 357/2017*, 2017, disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2953992.
- PACCES A., *Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive II*, in *ECGI Law Working Paper N° 353 2017*.
- PACCES A., *Sustainable Corporate Governance: The Role of the Law in Sustainable Finance in Europe. Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, a cura di D. Bush, G. Ferrarini, S. Grunewald, Palgrave Macmillan, 2021.
- PACCES A., *Will the EU Taxonomy Regulation Foster Sustainable Corporate Governance?*, in *Sustainability*, 2021, 13 ss.
- PASSADOR M.L., *Le funzioni del presidente del consiglio di amministrazione nelle società per azioni. Tra disciplina di settore e autodisciplina*, Milano, 2021.
- PASSADOR M.L., *A quindici anni dall'introduzione del voto di lista*, *Giur. comm.*, 2020, I, 1184 ss.
- PASSADOR M.L., *Codici di stewardship o codici di trusteeship*, in *AGE*, 2022, 251 ss.

PEDERZINI E., *Intervento del socio mediante mezzi di telecomunicazione e democrazia assembleare*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 98 ss.

PERASSI M., *Il ruolo delle banche come investitori istituzionali nella struttura partecipativa della società aperta*, I, 1998, 429 ss.

PERRINO M., *Il controllo individuale del socio di società di capitali: fra funzione e diritto*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 639 ss.

PERRONE A., SANFILIPPO P., *La lista presentata dal consiglio di amministrazione nelle società a proprietà concentrata*, in *Rivista di diritto bancario*, 2022, 1 ss.

PICCIAU C., *Comunicazioni selettive ai soci e informazioni privilegiate nei recenti orientamenti Consob*, in *Riv. soc.*, 2021, 614 ss.

PICONE L., *Trattative, due diligence ed obblighi informativi*, in *BBTC*, 2004, I, 264 s.

PIETRA ROSSI S., *La lettera annuale di Larry Fink del 15 marzo 2023: sostenibilità e scelta del cliente*, in *Riv. soc.*, 2023, 265 ss.

PINTO V., *Art. 2364*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Milano, 2016, 837 ss.

PINTO V., *Art. 2380 bis*, in *Le società per azioni*, a cura di Abbadessa e Portale, tomo I, Milano, 2016, 1167 ss.

PINTO V., *Brevi osservazioni in tema di deliberazioni assembleari e gestione*, in *Riv. dir. impr.*, 2004, 439 ss.

PINTO V., *Funzione amministrativa e diritti degli azionisti*, Milano, 2008.

PINTO V., *La responsabilità degli amministratori per danno diretto agli azionisti*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2006 930.

POLLASTRO I., CAGNASSO O., *Organizzazione della gestione di vertice ed autonomia privata*, in *La libertà d'impresa*, XII Convegno annuale dell'Associazione italiana dei professori universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti del Diritto Commerciale", Roma 17-18 settembre 2021, 3.

POLLASTRO I., *La figura dell'osservatore nel consiglio di amministrazione: qualche prima considerazione*, in *Dialoghi di diritto dell'economia*, 2023, 1 ss.

POLLASTRO I., *Organizzazione della gestione di vertice e autonomia privata*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2021, 1879 ss.

PORTALE G.B., *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gianfranco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. II, Torino, 2006, 1 ss.

PORTALE G.B.-DE LUCA N., *Interessi primordiali degli azionisti e competenze implicite dell'assemblea*, in *BBTC*, 2019, 757 ss.

- PREITE D., *Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1993, 476 ss.
- PRESCIANI C., *La trasparenza degli azionisti istituzionali di società quotate*, Torino, 2020.
- PRESCIANI C.-GINEVRA E., *Sovereign Wealth Fund Transparency and the European Rules on Institutional Investors Disclosure*, in *Giur. Comm.* 2019, I, 995 ss.
- PUCCI E., *Regole di composizione e presentazione della lista del consiglio di amministrazione uscente nelle società quotate*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, 63 ss.
- PUCHNIAK D., *Singapore's Embrace of Shareholder Stewardship A Puzzling Success*, in *Global Shareholder Stewardship*, a cura di D. Katelouzou e D.W. Puchniak, Cambridge, 2022, 297.
- PUCHNIAK D., *The False Hope of Stewardship in the Context of Controlling Shareholders: Making Sense Out of The Global Transplant of a Legal Misfit*, in *Law Working Paper n. 589/2021*.
- RABITTI M., *Rischio organizzativo e responsabilità degli amministratori. Contributo allo studio dell'illecito civile*, Milano, 2004.
- REGOLI D., *Poteri di amministrazione e controllo degli amministratori non esecutivi*, in *Società, banche, crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, vol. 2, Torino, 2014, 1114 ss.
- RESCIGNO M., *Note sulle regole dell'impresa sostenibile. Dall'informazione non finanziaria all'informativa sulla sostenibilità*, in *AGE*, 2022, 181 ss.
- RESCIGNO M., *Soci e responsabilità nella nuova s.r.l.*, in *AGE*, 2003, 310 ss.
- RIGANTI F., *La nuova direttiva sui diritti degli azionisti: alcune riflessioni introduttive*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2018, 772 ss.
- RINGE W.G., *Shareholder Activism. A Renaissance*, in *Oxford Handbook on Corporate Law and Governance*, Oxford, 2015, 387 ss.
- ROCK E., *Institutional Investors in Corporate Governance*, in *Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford, 2015, 363 ss.
- ROCK E., *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, in *Georgetown Law Journal*, 453 ss.
- ROLLI R., *Dalla Corporate Social Responsibility alla Sustainability, alla Environmental, Social and Governance*, in *Rivista di Corporate Governance*, 2022, 66 ss.
- ROSSI G., *L'informazione societaria e l'organo di controllo*, in AA.VV., *L'informazione societaria*, Atti del Convegno internazionale di studi, Venezia, 5-6-7, t. 1, Milano, 1982, 67 ss.
- ROSSI M.-FERRI JR G., *La gestione dell'impresa organizzata in forma societaria*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di M. Irrera, Torino, 2020, 567 ss.
- ROSSI S., *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, in *Rivista ODC*, 2020, 99 ss.

ROSSI S., *Il voto extrassembleare nelle società di capitali*, Milano, 1997.

ROSSI S., *Integrazione dell'ordine del giorno dell'assemblea nelle società quotate*, in AA.VV., *La tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario*, a cura di L. De Angelis e N. Rondinone, Torino, 2008, 37 ss.

RUGGIERO E., *I fondi pensione alla prova della SHRD II*, in *Il recepimento in Italia della shareholder rights II*, a cura di F. Raffaele e E. Ruggiero 2021, Padova, 319 ss.

SABINO E., *Il ruolo degli investitori istituzionali passivi nella governance delle società*, in *Imprese, mercati e sostenibilità: nuove sfide per il diritto commerciale*, Relazione presentata al Convegno di Orizzonti del Diritto commerciale, 26-27 maggio 2023, Roma, 9.

SACCHI R., *Due ipotesi di asimmetria informativa consentita nelle s.p.a. non quotate*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*, a cura di P. Marchetti, F. Ghezzi, R. Sacchi, Milano, 2020, 52 ss.

SACCHI R., *L'impatto dei fattori ESG sui doveri degli amministratori di società quotate*, lezione tenuta in occasione del seminario organizzato dal Corso di Dottorato in Studi Giuridici Comparati ed Europei dell'Università di Trento, 15 giugno 2023.

SACCHI R., *L'informazione nella e per l'assemblea delle società quotate*, in *AGE*, 2013, 101 ss.

SACCHI R., *Stakeholders, investitori istituzionali e nominee directors: note a margine della proposta di Francesco Denozza*, in *Conflitto di interessi e interessi in conflitto in una prospettiva interdisciplinare*, a cura di Sacchi, Milano, 2020, 493 ss.

SANDRELLI G., *Il dialogo degli amministratori con gli azionisti dopo il codice di corporate governance*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, 722 ss.

SANDRELLI G., *Raccolta di capitali e attività d'investimento. Note sulla nozione di "organismo di investimento collettivo del risparmio" a seguito dell'attuazione della direttiva sui fondi alternativi*, in *Riv. soc.*, 2015, 387 ss.

SANFILIPPO P., *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, Torino, 2000.

SANFILIPPO P., *Gli amministratori*, in *Diritto commerciale*, a cura di M. Cian, tomo III, *Diritto delle società*, Torino, 2020, 500.

SANFILIPPO P., *Il controllo di meritevolezza sugli statuti di società*, in *Giur. comm.*, 2015, 159 ss.

SANFILIPPO P., *Sistemi di nomina degli amministratori e istanze partecipative nelle società per azioni. Profili problematici*, in *Studi in onore di Umberto Belviso*, Vol. 1, Bari, 2011, 731 ss.

SANFILIPPO P., *Tutela dell'ambiente e "asseti adeguati" dell'impresa. Compliance, autonomia ed enforcement*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 993 ss.

SANTONI A., *Il fondo comune azionista tra conflitto di interessi e divieto di disaggregazione*, in *Riv. soc.*, 2020, 1615 ss.

SANTONI A., *Partecipazione per conto altrui e società quotate*, in *Quaderni romani di diritto commerciale*, Milano, 2022.

SCANO A., *La motivazione delle decisioni nelle società di capitali*, Milano, 2018.

SCHIUMA L., *La disciplina dell'organo societario di controllo e il sistema di controlli interni*, in *Il Testo Unico della finanza*, diretto G. Presti e M. Cera, Bologna 2020, 2058 ss.

SCHLESINGER P., *I poteri extra-assembleari dell'azionista di controllo*, in *Riv. dir. priv.*, 1996, 446 ss.

SCIUTO M.-SPADA P., *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Vol. 1*, Torino, 2004, 4 ss.

SCOGNAMIGLIO G., *L'elezione dell'organo amministrativo sulla base di liste degli amministratori uscenti: brevi note su un recente disegno di legge*, in *Riv. soc.*, 2022, 609 ss.

SERDAR I., *Shareholder Engagement. Chancen, Risiken und Kompatibilität mit der deutschen Corporate Governance*, Köln, 2017.

SFAMENI P., *Sub art. 2403 c.c. e art. 149 TUF*, in *Le società per azioni. Codice civile e leggi complementari*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Milano, I, 2016, 1595 ss.

SPADA P., *C'era una volta la società...*, in *Riv. not.*, 2004, 1 ss.

SPOLAORE P., *La gestione collettiva del risparmio*, in *Il Testo Unico Finanziario*, a cura di M. Cera e G. Presti, Vol. 1, 2020, 561 ss.

STELLA RICHTER JR M., *Appunti sulla evoluzione della disciplina dell'amministrazione delle società quotate e sulle sue prospettive di riforma*, in *ODC*, 2014, 2.

STELLA RICHTER JR M., *Autonomia statutaria, procedimento deliberativo e potere di voto: divagazioni a margine di un libro recente*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 352 ss.

STELLA RICHTER JR M., *Corporate Sustainability Due Diligence: noterebbe semiserie su problemi serissimi*, in *Riv. soc.*, 2022, 714 ss.

STELLA RICHTER JR M., *I comitati interni all'organo amministrativo*, in *Riv. soc.*, 2007, 260 ss.

STELLA RICHTER JR M., *Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate e le novità legislative in materia di autoregolamentazione*, in *La società quotata dalla riforma del diritto societario alla legge sul risparmio*, a cura di U. Tombari, 2008, 95 ss.

STELLA RICHTER JR M., *Il quadro legislativo italiano in materia di nomine ed elezione del consiglio: un modello o un'anomalia?*, in *Oss. dir. civ. comm.*, 2017, 181 ss.

STELLA RICHTER JR M., *In principio sono sempre le funzioni*, in *Riv. soc.*, 2019, 21 ss.

STELLA RICHTER JR M., *Informazione dei singoli amministratori*, in *Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, a cura di U. Tombari, Torino, 2018, 143 ss.

STELLA RICHTER JR M., *Intervento e voto con strumenti finanziari di pertinenza di fondi comuni di investimento*, in *L'attuazione della MIFID in Italia*, a cura D'Apice, Bologna, Il Mulino, 2010, 448 ss.

STELLA RICHTER JR M., *La collegialità del consiglio di amministrazione tra ponderazione dell'interesse sociale e composizione degli interessi sociali*, in *Amministrazione ed amministratori di società per azioni*, a cura di Libonati, Milano, 1995, 270 ss.

STELLA RICHTER JR M., *La collegialità nelle società di capitali al tempo della pandemia*, in *Giustizia civile*, 2020, 1 ss.

STELLA RICHTER JR M., *Long-Termism*, in *Riv. soc.*, 2021, 16 ss.

STELLA RICHTER JR M., *Profili attuali dell'amministrazione delle società quotate*, in *Giur. comm.*, I, 2019, 416 ss.

STELLA RICHTER JR M., *Scelta del sistema di amministrazione e valutazione dell'assetto organizzativo nelle società azionarie*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, 498.

STELLA RICHTER JR M., *Società benefit e società non benefit*, in *Rivista ODC*, 2017, 1 ss.

STELLA RICHTER JR M.-MARCHEGIANI L., *Motivazione delle decisioni e opinioni degli amministratori tra pubblicità e riservatezza*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*, a cura di P. Marchetti, F. Ghezzi, R. Sacchi, Milano, 2020, 143.

STRAMPELLI G.-BALP G., *Shareholder Engagement and Voting in Italy*, in *The Cambridge Handbook of Shareholder Engagement and Voting*, a cura di H. Kaur, C. Xi, C. Van der Elst, A. Lafarre, Cambridge, 2022, 350 ss.

STRAMPELLI G., *Are Passive Index Funds Active Owners? Corporate Governance Consequences of Passive Investing*, in *San Diego Law Review*, 2018, 803 ss.

STRAMPELLI G., *I dialoghi tra emittenti ed investitori istituzionali*, in *Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, a cura di U. Tombari, Torino, 96 ss..

STRAMPELLI G., *Il ruolo dell'organo di controllo nei dialoghi extra-assembleari tra gli emittenti quotati e i loro soci*, in *Studi di Diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, a cura C. Costa; A. Mirone, P. Pennisi, P. Sanfilippo, R. Vigo, Torino, 2021, 939 ss.

STRAMPELLI G., *Knocking at the boardroom door: transatlantic overview of director-institutional investor engagement in law and practice*, in *Virginia Law and Business Review*, Vol. 12, No. 2, 2018, 187 ss.

STRAMPELLI G., *L'informazione non finanziaria tra narrazione e misurazione delle politiche di sostenibilità*, in *La nuova società quotata: tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*, a cura di P. Montalenti e M. Notari, Milano, 2022, 210.

STRAMPELLI G., *La strategia dell'Unione europea per il capitalismo sostenibile: l'oscillazione del pendolo tra amministratori, soci e stakeholders*, in *Riv. soc.*, 2021, 366.

STRAMPELLI G., *Sistemi di controllo e indipendenza nelle società per azioni*, Milano, 2013.

STRAMPELLI G., *Soft Law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate e index guidelines*, in *Riv. soc.*, 2021, 1100 ss.

STRAMPELLI G., *Spunti di discussione per la sessione "Il diritto di voto e gli investitori istituzionali"*, paper presentato al Convegno di Orizzonti del Diritto Commerciale, consultato su gentile concessione dell'autore.

STRINE JR L., *Who Bleeds When the Wolves Bite? Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System*, in *The Yale Law Journal*, 2017, 1870 ss.

SVELTO A.C., *Il dialogo con azionisti di controllo e investitori istituzionali*, in *Directors. La buona governance vista dai Ned*, a cura di A. Carretta, M. Pierdicchi, P. Schwizer, Milano, 2022, 323 ss.

TALLARITA R.-BEBCHUCK L. *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, in *Cornell Law Review*, 2020, 1 ss.

TEDESCHI C., *"Potere di orientamento" dei soci nelle società per azioni*, Milano, 2005.

TEDESCHI C., *La direttiva Shareholder Rights II e il nuovo ruolo degli investitori istituzionali nelle società per azioni quotate. Dall'attivismo all'engagement nella prospettiva di efficienza e di continuità dell'impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, 557 ss.

TOMBARI U., *Considerazioni disorganiche in tema di dialogo tra emittenti e azionisti*, in *Riv. soc.*, 2021, 1372 ss.

TOMBARI U., *Corporate purpose e diritto societario: dalla "supremazia degli interessi dei soci" alla libertà di scelta dello scopo sociale*, 2021, 1 ss.

TOMBARI U., *L'organo amministrativo di S.p.A. tra "interessi dei soci" ed "altri interessi"*, in *Riv. soc.*, 2018, 20 ss.

TOMBARI U., *Riflessioni sulle "funzioni" degli amministratori "non esecutivi" e sull'"amministrazione" nella S.p.A. quotata*, in *RDS*, 2020, 323 ss.

VAN DER ELST C., *Shareholder engagement duties: the European move beyond stewardship*, in *Enforcing Shareholders' Duties*, edited by Birkmose-Sergakis, Northampton, 2019, 60 ss.

VARANI D.-LUNETTA D.-DI MARTINO D., *ESG: impatti sulla gestione collettiva del risparmio*, in *Rivista di diritto bancario*, disponibile su <https://www.dirittobancario.it/art/esg-impatti-sulla-gestione-collettiva-del-risparmio/>.

VENTORUZZO M., *Commento sub art. 92 T.U.F.*, in *La disciplina delle società quotate*, a cura di Marchetti e Bianchi, Tomo I, Milano, 1999, 10 ss.

- VENTORUZZO M., *I poteri e doveri degli amministratori di società quotate*, in *Trattato delle società*, a cura di V. Donativi, Vo. 4, Torino, 2022, 457 ss.
- VENTORUZZO M., *Il nuovo Codice di Corporate Governance 2020: le principali novità*, in *Le Società*, 2020, 441.
- VENTORUZZO M., *Note minime sulla responsabilità civile nel progetto di direttiva Due Diligence*, in *Riv. soc.*, 2021, 381.
- VENTORUZZO M., *Note sulla lista del consiglio uscente per l'elezione degli amministratori nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, 1398 ss.
- VENTORUZZO M., *Qualche nota sulla comunicazione selettiva verso soci di controllo alla luce delle Q&A Consob*, in *Riv. soc.*, 2021, 1380 ss.
- VISENTINI B., *L'informazione societaria e gli azionisti*, in AA.VV., *L'informazione societaria*, Atti del Convegno internazionale di studi, Venezia, 5-6-7, t. 1, Milano, 1982, 93 ss.
- WELLS H., *Shareholder power in America, 1800-2000: a short history*, in *Research Handbook on Shareholder Power*, Cheltenham, 2015, 17 ss.
- ZAMPERETTI G.M., *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, Milano, 2005.
- ZANARDO A., *Delega di funzioni e diligenza degli amministratori nella società per azioni*, Padova, 2020.
- ZANARDO A., *L'estensione della responsabilità degli amministratori di s.r.l. per mala gestio ai soci "cogestori": luci e ombre della disposizione dell'art. 2476, comma 7, c.c.*, in *Riv. soc.*, 2009, 502 ss.
- ZANARDO A., *La ripartizione delle competenze in materia di assetti organizzativi in seno al consiglio di amministrazione*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, diretto da M. Irrera, Bologna, 2016, 249 ss.
- ZICCARDI F., *L'induzione all'inadempimento*, Milano, 1979, 178.
- ZOPPINI A., *Informazione societaria e corporate governance: il dialogo tra l'organo di gestione e il socio di controllo*, in *Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, a cura di U. Tombari, Torino, 85 ss.
- ZOPPINI A., *Intestazione fiduciaria e responsabilità per atti di "eterogestione" (art. 2476, comma 7°, c.c.)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, I, 585 ss.