

ALMA MATER STUDIORUM - UNIVERSITÀ DI BOLOGNA

DOTTORATO DI RICERCA IN SCIENZE GIURIDICHE

CICLO XXXVI

Settore concorsuale: 12/B1

Settore scientifico-disciplinare: IUS/04

**CONTROLLO GESTORIO DEI SOCI
E PARITÀ INFORMATIVA
NELLE IMPRESE AZIONARIE**

Presentata da Luca Orciani

Supervisore

Chiar.mo Prof. Rolandino Guidotti

Co-supervisor

Chiar.mo Prof. Giovanni Strampelli

Chiar.mo Prof. Francesco Vella

Coordinatore del dottorato

Chiar.mo Prof. Marco Cavina

Esame finale anno 2024

«Ho sempre pensato [...] che lo studio del diritto è anche paziente e faticoso mestiere giacché, per conseguire buoni risultati, non basta essere illuminati da un'idea folgorante: bisogna, quell'idea, sottoporla a controllo attento e spregiudicato [...]; bisogna considerarla da tutti i punti di vista; bisogna sfaccettarla, ricercarne i precedenti, sottoporla al vaglio di casi pratici, di casi-limite, per immaginare i quali occorre essere dotati di una fantasia che non esito a dire poetica. Tutto questo, dicevo, esige pazienza, esige spirito di sacrificio, umiltà sostanziale, abnegazione: perché, quali che siano i risultati, essi non saranno mai proporzionali allo sforzo necessario per conseguirli».

W. BIGIAMI

Difesa dell'“imprenditore occulto”, Padova, Cedam, 1962

Abstract

La ricerca si propone di identificare e risolvere le problematiche sottese al controllo gestorio dei soci nelle imprese azionarie in riferimento ai rapporti con il principio di parità informativa, offrendone un quadro sistematico. Il tema è divenuto assolutamente centrale nel dibattito sul governo societario, anche alla luce dell'attuale assetto normativo: come è noto, a livello di *soft law*, il Codice di *Corporate Governance* del 2020 ha attribuito all'organo amministrativo il compito di promuovere il dialogo con gli azionisti e gli altri *stakeholder* rilevanti per la società, nelle forme più opportune; inoltre, quanto alla *hard law*, la normativa europea, segnatamente la *Shareholder Rights Directive II*, ha molto esteso i poteri degli investitori istituzionali sulla gestione strategica della società, assegnando loro un decisivo ruolo nel perseguimento del successo sostenibile e dunque prevedendo una stretta interazione extrassembleare con il *management*, stante la *policy* di *engagement*.

Una prima parte dell'analisi, dopo avere approfondito il peculiare concetto del controllo dei soci sull'amministrazione, intende fornire una ricostruzione causale del problema e nel fare ciò muove dalla necessità di chiarire il modo in cui le questioni attinenti alla parità informativa extrassembleare vengono a inquadrarsi rispetto all'assemblea degli azionisti e più in generale alla relativa informazione. Lo studio di questi aspetti risulta rilevante, atteso che normalmente la causa della riduzione del peso dell'assemblea degli azionisti viene ascritta alla *selective disclosure*, con un assunto che si limita a fotografare quanto è accaduto, senza tuttavia spiegare quali siano le molteplici ragioni che, dalla prospettiva assembleare, hanno determinato la diffusione del fenomeno in oggetto. Le motivazioni alla base di questo effetto devono essere ravvisate nell'insufficienza dell'assetto informativo codificato a consentire agli azionisti un adeguato *monitoring*, considerati i limiti oggettivo-funzionali e tempistici. È allora chiaro che la già richiamata implementazione del ruolo degli investitori istituzionali non possa avvenire attraverso l'assemblea, il che pare avere condotto verso un mutamento della filosofia di fondo del controllo degli azionisti.

Una seconda parte del lavoro viene focalizzata sul controllo extrassembleare tipizzato, dimostrando che neppure l'informazione periodica e continua si rivela in grado di colmare i limiti intrinseci della dimensione assembleare, con la correlata esigenza di definire lo statuto del controllo asimmetrico. La parità informativa, intesa nella sua portata multi-ordinamentale, è pertanto esaminata dapprima a livello interno al principio. Le differenti declinazioni che la regola paritaria assume, a seconda che la si collochi nel diritto societario generale oppure in quello speciale dei mercati finanziari, diventano tutte rilevanti quando si tratta di una società quotata, con la necessità di affrontare il delicato tema di come esse si possano conciliare.

Infine, una terza parte dell'elaborato, ponendosi in una prospettiva esterna al detto principio, si caratterizza per una valenza non solo dogmatica, ma anche applicativa, in quanto è volta a ricercare delle deroghe al medesimo, tanto nella forma della posizione giuridica soggettiva del dovere gestorio di interloquire con certi azionisti, quanto, in via subordinata, in quella della semplice facoltà. Per fare questo si avvale di una tassonomia che consente di valutare la distinzione delle soluzioni in base all'oggetto dell'informazione e al soggetto, essenzialmente socio di controllo, investitore istituzionale e azionista *retail*, mettendo a sistema queste variabili. Non pare irragionevole concludere che il principio di parità informativa, estremamente rigido in ambito assembleare, inizia a vacillare nel contesto extrassembleare per perseguire altri e più alti obiettivi, quali il successo sostenibile attraverso l'impegno a lungo termine degli investitori istituzionali. L'intendimento di fondo del lavoro è quello di rivestire di giuridicità tutte queste diffuse prassi, affermandone in parte la legittimità, seppure con molte e articolate precisazioni.

INDICE SOMMARIO

CAPITOLO PRIMO

IL CONTROLLO GESTORIO DEGLI AZIONISTI: PROFILI GENERALI E INSUFFICIENZA DELL'ASSEMBLEA

1. Il “controllo” dei soci sull'amministrazione: un concetto polisemantico per larga parte formalmente estraneo all'ordinamento azionario	1
2. Delimitazione dell'oggetto della ricerca e individuazione degli obiettivi	11
3. Una premessa di metodo: l'analisi del controllo assembleare in senso funzionale alla ricostruzione di quello extrassembleare	17
4. L'inadeguatezza delle competenze decisorie dell'assemblea a consentire un adeguato <i>monitoring</i>	20
5. La portata informativa delle delibere consultive per completare la ricostruzione dei confini del controllo assembleare: il <i>say on climate</i>	27
6. Il rapporto di complementarità tra voto consultivo ed <i>engagement</i> selettivo ...	37
7. La normativa societaria europea sul successo sostenibile come fonte di potenziamento del ruolo degli investitori istituzionali	43
8. Mutamento della filosofia di fondo del controllo dei soci e problemi di parità informativa	45

CAPITOLO SECONDO

CONTROLLO EXTRASSEMBLEARE E PARITÀ INFORMATIVA MULTI-ORDINAMENTALE

1. L'inidoneità dell'informazione periodica e continua, nonché di quella paritaria e non cadenzata a colmare i limiti intrinseci del controllo assembleare	51
2. (<i>Segue</i>). La necessità di delineare un chiaro statuto del controllo informativo selettivo	58
3. Inesistenza normativa di un generale diritto di informazione dell'azionista e ricerca di spazi per una legittima asimmetria informativa quale chiave esegetico-ricostruttiva	61
4. Le fattispecie espresse di diritti speciali di informazione asimmetrica del socio nel diritto positivo	71
4.1. Flussi informativi infragruppo e disciplina del bilancio consolidato	72
4.2. L'auto-informazione del socio di controllo amministratore	79
5. Il problema della parità informativa quale principio multi-ordinamentale: posizionamento e reale portata	86
6. (<i>Segue</i>). Il necessario coordinamento tra profili endosocietari e tutela del mercato: autonomia o consunzione di principi?	95

CAPITOLO TERZO
CONTROLLO DEI SOCI
E POSIZIONI GIURIDICHE SOGGETTIVE

Sezione Prima

TASSONOMIA DI TIPO OGGETTIVO
E SOGGETTIVO DELL'INFORMAZIONE ASIMMETRICA

1.	La distinzione relativa alla tipologia di informazione selettiva	102
	1.1. La natura privilegiata dell'informazione e la sua individuazione	103
	1.2. Il carattere <i>preventivo</i> oppure <i>successivo</i> dell'informazione	111
2.	Le particolarità dipendenti dalla tipologia di azionista e il parziale fondamento di una distinta analisi normativa. Rilievi espositivi ed empirici	113
	2.1. La sopravvenuta importanza di ricercare forme giuridiche in cui inquadrare la <i>selective disclosure</i> verso il socio di controllo	114
	2.2. Gli investitori istituzionali e il loro tendenziale disinteresse verso le informazioni privilegiate	117
	2.3. Il possibile ruolo collettivo degli investitori <i>retail</i>	119
3.	Le molteplici situazioni giuridiche soggettive sottese all'informazione: sistematizzazione della tipologia di socio rispetto ai flussi informativi	125

Sezione Seconda

L'INFORMAZIONE SELETTIVA E PREVENTIVA
SULLE MATERIE ASSEMBLEARI COME DOVERE GESTORIO

1.	Premessa sull'informazione selettiva e preventiva verso gli azionisti di maggioranza in ordine alle materie assembleari	128
2.	I sondaggi di mercato come qualificazione della fattispecie più prossima al dato normativo	129
	2.1. Identificazione del campo di operatività e analisi della disciplina	130
	2.2. I profili di complessità dovuti al carattere <i>ab origine</i> non privilegiato dell'informazione	132
3.	Sull'utilizzo di una procedura atipica e deformalizzata rispetto all'art. 11 reg. MAR	134
4.	Un'asimmetria informativa doverosa ovvero soltanto auspicabile?	136
5.	L'individuazione di un diritto passivo di informazione dell'azionista di maggioranza quale questione puramente nominalistica	141
6.	Le comunicazioni sulle materie riconducibili agli interessi "primordiali" ...	143

Sezione Terza

L'ULTERIORE INFORMAZIONE SELETTIVA
TRA DOVERE E FACOLTÀ DEGLI AMMINISTRATORI

1.	Premessa sull'informazione selettiva oggettivamente differente da quella già esaminata	145
----	--	-----

INDICE SOMMARIO

2.	Una lettura critica dell'interesse sociale quale autonomo criterio derogatorio della parità informativa di diritto azionario comune nelle società "chiuse" e in quelle "aperte"	146
3.	La ricerca di un dovere gestorio di comunicare in via asimmetrica	153
3.1.	Un'interpretazione dubitativa in ordine all'utilizzo dei principi di corretta amministrazione e del dovere di agire informati.....	153
3.2.	La valorizzazione della <i>policy</i> di <i>engagement</i> di cui all'art. 124- <i>quinquies</i> t.u.f. per legittimare un dovere gestorio di dialogo reattivo con gli investitori professionali	156
4.	Le deroghe momentanee alla parità informativa e il ripristino della stessa ..	161
5.	I flussi informativi di carattere preventivo aventi ad oggetto operazioni amministrative non rientranti nelle materie assembleari	164
6.	Alcune preclusioni alla comunicazione preventiva di informazioni contabili e prospettiche: il <i>black-out period</i>	167
7.	I dialoghi inerenti informazioni successive e prospettiche a carattere <i>material</i>	172
7.1.	Esegesi del nodale considerando n. 19 reg. MAR e impossibilità di cogliere nel medesimo una risposta di respiro sistematico	173
7.2.	La necessità di saggiare se la <i>selective disclosure</i> a contenuto specifico su aspetti gestionali rientri nella <i>exemption</i> di cui all'art. 10 reg. MAR ...	175
8.	I dialoghi non aventi ad oggetto <i>inside information</i>	180
9.	L'autonomia statutaria quale strumento <i>de residuo</i> in relazione agli azionisti non istituzionali	184
9.1.	Limiti non decisivi sottesi al principio paritario nel t.u.f. e illegittimità delle azioni speciali con privilegio informativo	185
9.2.	Il problema dei diritti di controllo del socio di s.r.l. "aperta" come argomento <i>a contrario</i>	188
9.3.	Alcuni spunti tratti dalla questione della lista presentata dal consiglio di amministrazione uscente	191
9.4.	L'autorizzazione assembleare riguardante in via diretta i dialoghi selettivi	193
10.	L'individuazione dei soggetti deputati ai flussi unilaterali o bilaterali <i>ex parte societatis</i> e la tracciabilità dei processi di interazione informativa	196
	<i>Bibliografia</i>	199
	<i>Indice dei documenti</i>	223
	<i>Indice della giurisprudenza</i>	225

CAPITOLO PRIMO
IL CONTROLLO GESTORIO DEGLI AZIONISTI:
PROFILI GENERALI E INSUFFICIENZA DELL'ASSEMBLEA

SOMMARIO: 1. Il controllo dei soci sull'amministrazione: un concetto polisemantico per larga parte formalmente estraneo all'ordinamento azionario. – 2. Delimitazione dell'oggetto della ricerca e individuazione degli obiettivi. – 3. Una premessa di metodo: l'analisi del controllo assembleare in senso funzionale alla ricostruzione di quello extrassembleare. – 4. L'inadeguatezza delle competenze decisorie dell'assemblea a consentire un adeguato *monitoring* sulla gestione. – 5. La portata informativa delle delibere consultive per completare la ricostruzione dei confini del controllo assembleare: il *say on climate*. – 6. Il rapporto di complementarità tra voto consultivo ed *engagement* selettivo. – 7. La normativa societaria europea sul successo sostenibile come fonte di potenziamento del ruolo degli investitori istituzionali. – 8. Mutamento della filosofia di fondo del controllo dei soci e problemi di parità informativa.

1. Il “controllo” dei soci sull'amministrazione: un concetto polisemantico per larga parte formalmente estraneo all'ordinamento azionario.

Il primo elemento del titolo di questo lavoro, ossia il “controllo” gestorio dei soci ⁽¹⁾, richiede alcune fondamentali puntualizzazioni di ordine preliminare, in quanto è connotato da un carattere polisemantico su cui occorre fare chiarezza, in modo da consentire poi una più agevole perimetrazione dell'oggetto di analisi, scegliendo gli specifici profili di rilievo ai nostri fini ⁽²⁾.

La locuzione di cui si tratta è presente nell'ordinamento societario codicistico soltanto in relazione al tipo a responsabilità limitata e ancora prima a quelli di persone ⁽³⁾, ma non

⁽¹⁾ Per quanto riguarda i profili soggettivi, esso si collega dal lato attivo agli azionisti e da quello passivo ai gestori, lasciando così in disparte la dimensione prettamente organica del controllo.

⁽²⁾ Operazione che si effettuerà *infra*, in questo capitolo, § 2.

⁽³⁾ Come è noto, il riferimento si indirizza, rispettivamente, all'art. 2476, comma 2, c.c. e agli artt. 2261 (nella società semplice e quindi nella s.n.c.), e 2320, commi 2 e 3, c.c. (nella s.a.s.). L'istituto in esame viene declinato *sub specie* di diritto all'informazione in senso stretto e diritto di ispezione/consultazione. In argomento si v. ZANARONE, *La s.r.l.*, Milano, Giuffrè, 2023, 615 ss.; GUIDOTTI, *Commento all'art. 2261 c.c.*, in *Codice civile commentato*, a cura di Franzoni e Rolli, Torino, Giappichelli, 2018, II, 3019 ss.; LIMATOLA, *Considerazioni sul controllo del socio non amministratore nelle società di persone*, in *Riv. dir. soc.*, 2015, I, 316 ss. Per un'evidenziazione di analogie e differenze correnti tra la relativa disposizione dettata per la s.r.l. e quella per la società semplice si fa rinvio a GUIDOTTI, *I diritti di controllo del socio nella s.r.l.*, Milano, Giuffrè, 2007, 76. La disposizione prevista nel contesto della s.r.l. ricalca in termini essenzialmente identici quella concernente le società di persone: è una scelta del legislatore della riforma di cui al d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 (si v., in luogo di molti, AA.VV., *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori, testi e materiali*, a cura di Vietti, Auletta, Lo Cascio, Tombari e Zoppini, Milano, Giuffrè, 2006), funzionale a garantire completamente il soddisfacimento delle necessità di conoscenza del quotista di s.r.l. sull'attività sociale, rafforzandone la posizione rispetto all'impianto codicistico previgente. Si deve precisare che i diritti di controllo erano già presenti *ante* riforma (segn. all'art. 2489 c.c.), ove tuttavia l'*an* dei medesimi risultava condizionato all'assenza dell'organo di controllo e l'esercizio veniva invece subordinato alla titolarità da parte del socio di una certa quota di capitale sociale.

si rinviene espressamente nella disciplina dell'impresa azionaria ⁽⁴⁾. Al concetto si riconduce, tra l'altro, una funzione di *monitoraggio* ⁽⁵⁾, da intendersi come accertamento e valutazione che i soci svolgono sull'operato degli amministratori, il che può eventualmente costituire il presupposto di una reazione variabile per tipo e intensità nei casi previsti dalla legge ⁽⁶⁾.

La circostanza che questo controllo non sia previsto nella s.p.a. mediante l'utilizzo di un'espressione simile non può affatto condurre a escludere che in certe forme lo si possa rinvenire anche in talune disposizioni del Codice civile e delle leggi collegate dedicate a questo tipo societario. Infatti, secondo la normativa europea sui diritti degli azionisti ⁽⁷⁾, nonché in aderenza ad alcune condivisibili impostazioni mutate dalle posizioni dei

In estrema sintesi, la disciplina della s.r.l. accorda ai «soci che non partecipano all'amministrazione» il «diritto di avere dagli amministratori notizie sullo svolgimento degli affari sociali», unitamente a quello «di consultare, anche tramite professionisti di loro fiducia, i libri sociali ed i documenti relativi all'amministrazione». In materia si v. gli studi monografici di GUIDOTTI, *I diritti di controllo del socio nella s.r.l.*, cit., 76; MONTAGNANI, *Informazione e controlli nelle nuove società a responsabilità limitata*, Piccin, 2008; PAOLUCCI, *La tutela del socio nella s.r.l.*, Milano, Giuffrè, 2010; FERNANDEZ, *I poteri individuali di controllo del socio non amministratore nella «nuova» s.r.l.*, Padova, Cedam, 2010; LANDOLFI, *Il diritto di informazione del socio nella s.r.l.*, Torino, Giappichelli, 2011; CAPELLI, *Il controllo individuale del socio di s.r.l. Il modello legale*, Milano, Giuffrè, 2017. Inoltre, si evidenzia che i diritti di controllo individuale del socio di s.r.l. possono essere ricondotti al più vasto insieme dei diritti di *voice*, i quali riguardano la partecipazione attiva del socio e gli consentono di influenzare direttamente, in modo positivo ovvero negativo, le scelte gestorie, giustapponendosi ai diritti di *exit*, ossia funzionali al disinvestimento della partecipazione. Tali diritti sono entrambi preordinati alla realizzazione di un contemperamento del potere che normalmente appartiene alla maggioranza. Sul punto si cfr. PERRINO, *Il controllo individuale del socio di società di capitali: fra funzione e diritto*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 644; nonché le note teorie economiche di HIRSCHMAN, *Exit, voice, and loyalty. Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Cambridge, Harvard University Press, 1970.

⁽⁴⁾ Fatte salve le succinte precisazioni che si svolgeranno poco più avanti, in questo paragrafo, sulla portata dell'art. 2422 c.c.

⁽⁵⁾ Tale controllo è anche strumentale alla scelta circa l'esercizio o meno dei diritti che sono connessi allo *status socii* e hanno ad oggetto l'alienazione della quota, il recesso, l'opzione in caso di aumento del capitale sociale, l'impugnazione delle deliberazioni assembleari, l'azione individuale di responsabilità contro gli amministratori nella s.r.l. Si v. COSTI, *Note sul diritto di informazione e di ispezione del socio*, in *Riv. soc.*, 1963, 66, nt. 2; MONTAGNANI, *Diritti di informazione, controllo individuale e controllo giudiziario nelle società prive di collegio sindacale*, in *Riv. dir. civ.*, 1983, I, 286 s.; GUIDOTTI, *I diritti di informazione e di consultazione del socio*, in *La governance delle società a responsabilità limitata*, a cura di Pederzini, Guidotti, Milano, Cedam-Wolters Kluwer, 2022, 415 s.

⁽⁶⁾ Basti pensare alla revoca dei gestori o all'azione di responsabilità contro i medesimi (così anche BRIOLINI, *Gli strumenti di controllo degli azionisti di minoranza sulla gestione*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*. Liber amicorum Antonio Piras, Torino, Giappichelli, 2010, 16 s.).

⁽⁷⁾ La nozione di controllo degli azionisti è utilizzata pure dalla direttiva 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio datata 11 luglio 2007, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate e attuata nel nostro ordinamento con d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27. Nel considerando n. 3 della stessa si precisa che «i detentori di azioni con diritto di voto dovrebbero poter esercitare tali diritti, considerato che questi si riflettono nel prezzo corrisposto per l'acquisto delle azioni. Inoltre, un *controllo effettivo da parte degli azionisti* [in ambito assembleare, n.d.R.] è una condizione preliminare per un buon governo societario e dovrebbe quindi essere agevolato e incoraggiato» (corsivo aggiunto).

commentatori di altri ordinamenti⁽⁸⁾, anche l'informazione societaria (pre)assembleare⁽⁹⁾, seppure finalizzata primariamente all'espressione *ex informata coscienza* del

⁽⁸⁾ Sul punto si cfr. MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. soc.*, 2013, 50 s.; ID., *Corporate governance e "sistema dei controlli"*, in *Corporate Governance e "sistema dei controlli" nella s.p.a.*, a cura di Tombari, Torino, Giappichelli, 2013, 5 s.; nonché BALP, *I consulenti di voto*, Milano, Egea, 2017, 1 ss., la quale chiarisce che agli azionisti spetta un ruolo di supervisione sull'ufficio gestorio, ossia un controllo di merito sull'attività amministrativa, escludendo di contro che essi si vedano riconosciuto un totale potere di dare esecuzione al contratto sociale, diversamente da quanto accade nelle società di persone: «È acquisito come fatto connaturato alla separazione funzionale tra "proprietà" e ufficio amministrativo – quale attributo dell'organizzazione contrattuale della persona giuridica corporativa – che chi rischia nell'impresa le risorse investite sia titolare di prerogative di *controllo su chi gestisce l'attività comune*. Sul piano normativo il controllo della collettività degli azionisti, che si affianca a quello di altri organi e presidi a ciò specificamente deputati (nell'interesse, anche, dei soci medesimi), si sviluppa *essenzialmente* nel quadro delle competenze deliberative dell'assemblea, passando per il diritto all'informazione rilevante e trova terreno di manifestazione nell'espressione del voto dando luogo a vincoli variamente "determinativi" della condotta degli amministratori e delle decisioni di esercizio dell'impresa». Analogamente si v. MOSCA, *Comunicazione selettiva degli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, 33 ss., che annovera tra gli strumenti di *self enforcing* del potere degli azionisti anche la materia dell'informazione societaria per mezzo della quale il legislatore offre loro (oltreché al mercato) le informazioni funzionali a monitorare l'attività svolta e le prospettive della società, nonché a esercitare il potere di controllo mediante la nomina e la revoca degli amministratori. E ancora l'a. richiama lo «sforzo del legislatore europeo, a partire dalla direttiva c.d. *shareholder's rights*, di migliorare la qualità e reperibilità dell'informativa pre-assembleare, per valorizzare la voce degli azionisti. Presupposto di partenza è che il controllo dei soci, quale fonte di miglioramento della *governance*, discenda, prima di tutto, dall'esercizio informato dei diritti di voto; mentre la capacità dei prezzi delle azioni di riflettere le informazioni disponibili può attivare i meccanismi esogeni di controllo da parte del mercato».

Questa impostazione si collega strettamente alla tradizionale teoria che riconduce le relazioni caratterizzanti la società azionaria al rapporto di *agency*, al fine di richiamare le tensioni tra le varie *constituency*, ossia in questo ambito primariamente tra proprietà e amministratori, con la necessità per gli azionisti di monitorare il modo in cui viene esercitato il potere di gestione: si rinvia a DAVIES, *Introduction to Company Law*³, Oxford, OUP, 2020, 4, 10 s.; KERSHAW, *Company Law in Context. Text and Materials*, Oxford, OUP, 2012, 171 s.; nel contesto nazionale si v. ENRIQUES, voce «*Società per azioni*», in *Enc. dir.*, Milano, Giuffrè, 2017, 968; ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, Milano, Giuffrè, 2012, 392; GINEVRA, *La società per azioni. La struttura formale*, in *Diritto commerciale. III. Diritto delle società*³, Torino, Giappichelli, 2020, 180; ID., *Le società di capitali "aperte", tra codice civile e t.u.f.*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, I, 872, che evidenzia come «esigenza primaria e costante da considerare alla base delle norme sulle società contenute nel codice civile – che di esse può considerarsi il filo conduttore o, se si vuole, la "missione" unitaria – è la disciplina della relazione tra gli interessi privati che naturalmente si confrontano nella vicenda descritta dall'art. 2247 c.c., sulla scorta del riconoscimento di una libera iniziativa».

⁽⁹⁾ Si deve ricordare che l'informazione assembleare e quella preassembleare sono solo *indirettamente* funzionali all'esercizio di un controllo di merito: i soci deliberano circa la nomina, la revoca, la responsabilità degli amministratori e facendo ciò riescono a monitorare la gestione e la *governance*; in questo caso l'informazione non atterra all'intera gestione (è dall'analisi del bilancio e dell'informativa correlata che i soci valutano l'andamento societario) e soprattutto si tratta di un controllo prettamente *ex post*, mentre il controllo che molte volte gli azionisti rilevanti richiedono è quello *ex ante*, ossia prima che l'operazione di competenza degli amministratori venga compiuta. Da aggiungere poi che un ulteriore strumento di controllo è rappresentato anche dall'informazione extrassembleare e codificata (c.d. di mercato), che ricorre pure in momenti diversi rispetto a quella assembleare. Sulla delimitazione dell'oggetto del controllo ai fini della presente trattazione si v. *infra*, in questo capitolo, § 2. Merita di essere segnalata, l'interessante pronuncia dell'*Audiencia Provincial* di Siviglia, 19 febbraio 2019, n. 131, consultabile su www.poderjudicial.es e segnalata da A. ROSA, *L'informazione del socio nelle società di capitali chiuse e quotate: il punto dell'Audiencia Provincial di Siviglia*, in *Riv. soc.*, 2020, 325-327, la quale rileva, da un diverso angolo prospettico, che «la disciplina *ex art.* 197 LSC è in armonia con la prospettiva europea del ruolo attivo degli azionisti

diritto di voto da parte dei soci ⁽¹⁰⁾ in via *pressoché esclusiva* sulle materie previste dalla legge ⁽¹¹⁾, rappresenta uno strumento di controllo del tipo che qui interessa. In via principale, sono proprio la nomina e la revoca degli amministratori ⁽¹²⁾, unitamente all'azione di responsabilità verso gli stessi, a integrare una forma di controllo di *merito* (e non già di legalità), il che consente di affermare che il “controllo” non è solo puramente informativo, inteso come verifica, perché appunto con le informazioni che i soci ricevono ed eventualmente chiedono si realizza il monitoraggio di quello che accade, ma può anche essere di tipo reattivo ⁽¹³⁾, come già anticipato in modo più generale.

A questo punto una precisazione si rende necessaria per evitare equivoci, anche considerato che nella nozione di controllo dei soci soprattutto la dottrina tedesca ha ritenuto di cogliere non soltanto il significato dianzi menzionato, ossia il potere di *nominare* e poi *controllare/monitorare* gli organi sociali, o meglio il loro operato, che si estrinseca nella titolarità dei diritti partecipativi, bensì pure un'ulteriore e rilevante sfumatura, cioè il potere di *determinare* le scelte di conduzione degli affari sociali e dunque le decisioni degli organi di gestione e supervisione, integrando un potere amministrativo *indiretto* ⁽¹⁴⁾.

nella *governance* di società finanziarie e quotate e della possibile integrazione dei canali di dialogo con gli esponenti apicali».

⁽¹⁰⁾ Ciò in linea con gli obiettivi posti dalla citata direttiva *Shareholder Rights I*; per precisione si rileva però che l'informativa di cui al testo è talvolta pure finalizzata a consentire la decisione del socio sul proprio investimento o disinvestimento (arg. ex art. 2437-ter, comma 5, c.c. e *supra*, nt. 5).

⁽¹¹⁾ È da considerare anche il profilo del voto di tipo consultivo, al fine di individuare esattamente il perimetro entro cui il controllo assembleare può svolgersi (*infra*, in questo capitolo, §§ 5 e 6).

⁽¹²⁾ Si cfr. ARMOUR, ENRIQUES, HANSMANN, KRAAKMAN, *The Basic Governance Structure: The Interest of Shareholder as a Class*, in *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford, OUP, 2017, 51 ss., che individuano nei diritti di nominare e revocare gli amministratori una delle più comuni strategie impiegate a livello di *corporate governance* per stemperare il conflitto tra gestori e azionisti: «the shareholders retain powers to appoint (and remove) members of the board of directors. In addition, on matters where delegated management may lead to suboptimal out-comes due to badly aligned incentives, such as conflicted and end-game transactions»; nonché BAINBRIDGE, *The New Corporate Governance in Theory and Practice*, Oxford, OUP, 2008, 203, cui *adde* i riferimenti indicati *supra*, nt. 8.

⁽¹³⁾ Ad esempio, se i soci non sono soddisfatti dell'operato degli amministratori, li revocano e ne nominano di nuovi, eventualmente domandando loro il risarcimento dei danni oppure corrispondendoglielo ove manchi una giusta causa. Pur sempre nell'ambito del controllo assembleare paiono rientrare le autorizzazioni di cui all'art. 2364, comma 1, n. 5, c.c., ma sul punto si v. *infra*, nt. 14. Fuoriuscendo però dalla dimensione dell'assemblea, si possono ricondurre al novero del controllo dei soci i diritti (riconosciuti individualmente o in base al possesso di determinate aliquote di partecipazione) la cui attivazione non richiede una previa deliberazione assembleare, tra i quali si annoverano il diritto di esercizio dell'azione individuale di responsabilità (nella s.r.l.), o dell'azione sociale minoritaria, ovvero quelli attribuiti dagli artt. 2408 e 2409 c.c., ossia diritti la cui idoneità a disciplinare *ex ante* l'esercizio della funzione amministrativa in ragione del loro carattere deterrente ne permette la collocazione nella categoria del controllo degli azionisti.

⁽¹⁴⁾ Tra gli altri, si v. HELLGARDT, *Kapitalmarktdeliktsrecht*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2008, 144 ss. È utile notare che le autorizzazioni assembleari, alle quali si è fatto cenno nella nota precedente, rappresentano un controllo riconducibile a un potere vincolante e non già a un semplice monitoraggio/giudizio, trattandosi di strumenti con i quali gli azionisti possono «*influire attivamente*, a condizioni ed entro limiti anch'essi da chiarire, sulla gestione della società, rimessa – in principio, in via esclusiva – agli

Si deve però subito evidenziare che tendenzialmente, salvo quanto si dirà nel capoverso successivo, i soci non *concorrono* e non *partecipano* all'esercizio del potere di gestione della società, siccome non creano in senso stretto *vincoli conformativi* dell'agire degli amministratori in ordine alle decisioni concernenti l'esercizio dell'impresa, proprio perché, quantomeno formalmente e teoricamente, l'ufficio gestorio dovrebbe essere indipendente dagli azionisti che ne hanno effettuato la nomina e non soggetto al potere di questi ultimi, anche se è ovviamente innegabile che il meccanismo di nomina e revoca possa in via di fatto generare forme di pressione seppure *indiretta*.

Differente è invece il discorso relativo alle competenze assembleari di natura decisoria aventi ad oggetto operazioni straordinarie *ex art. 2365 c.c.* e quindi attinenti alla gestione ⁽¹⁵⁾, le cui deliberazioni determinano a monte un vero e proprio vincolo esecutivo nei confronti degli amministratori, ove evidentemente non siano invalide o foriere di responsabilità, facendo sì che gli azionisti *concorrano*, per espressa scelta del legislatore, all'esercizio del potere di amministrazione, quanto al suo momento decisorio, ma non a quello esecutivo. Questo con un "controllo" sul merito della gestione che, seppure indicato con la stessa locuzione, non pare possa intendersi alla stregua di un monitoraggio, né possa a esso sovrapporsi, trattandosi in realtà della *diretta* determinazione di certe

amministratori»: BRIOLINI, *Gli strumenti di controllo degli azionisti di minoranza sulla gestione*, cit., 19, nonché *infra*, cap. 3, sez. 3, § 9.4. È da considerare però che l'autorizzazione rimuove un limite di potere agli amministratori, ma poi li lascia liberi di compiere o meno quella certa operazione per la quale essa è stata rilasciata, di talché quantomeno da questa prospettiva parrebbe non potersi affermare che vi sia un vero e proprio esercizio di potere gestorio da parte dell'assemblea degli azionisti; se però si inquadra la fattispecie dall'opposta prospettiva, ossia quella in cui l'autorizzazione, ove prevista dallo statuto o dalla legge, venga negata, certe operazioni non possono essere compiute dagli amministratori e si materializza un vincolo, il che depono per il carattere "ibrido" (con duplice natura di monitoraggio e conformativa) del controllo che si estrinseca mediante siffatto strumento. In tal senso è stato affermato dall'appena cit. a. che «la libertà di scelta degli amministratori, per nulla scalfita quando l'assemblea autorizza il compimento dell'atto, sia, invece, significativamente compressa (pur dopo la riforma) nel caso di rifiuto dell'autorizzazione: rifiuto rilevante [...] alla stregua di un vero e proprio *veto* opposto dai soci agli amministratori», tant'è che si può rintracciare in questa ipotesi una vera e propria competenza decisoria dell'assemblea in ambito di amministrazione, atteso che sia nel caso del diniego di autorizzazione che in quello di delibera puramente gestoria sugli amministratori incombe l'obbligo di uniformarsi (e dare esecuzione) alle decisioni assembleari, salvi i casi in cui sussista un potere/dovere di legittima resistenza. Si v. anche l'analisi di PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, II, Torino, Utet, 2006, 25 ss.

⁽¹⁵⁾ Deve però precisarsi che la modifica dell'atto costitutivo non rappresenta la *condictio sine qua non* di ogni deliberazione decisoria sulla gestione assunta dall'assemblea, essendovi delle rare ipotesi in cui la decisione a contenuto amministrativo degli azionisti vi prescinde: il riferimento si volge essenzialmente all'assunzione di partecipazioni in altre imprese comportante una responsabilità illimitata per le obbligazioni delle stesse (art. 2361, comma 2, c.c.), nonché all'emissione di obbligazioni da parte dell'assemblea o alla costituzione del patrimonio destinato, ove già a monte previste per via statutaria (rispettivamente artt. 2410, comma 1 e 2473-ter, ult. comma, c.c.).

scelte amministrative ⁽¹⁶⁾. La nozione di controllo in un simile caso richiama molto da vicino quella di cui all'art. 2359 c.c. ⁽¹⁷⁾, visto che si tratta di un potere vincolante che richiede la titolarità della maggioranza dei voti in assemblea ⁽¹⁸⁾ e vede come destinatario, vale a dire quale soggetto passivo, la stessa società e solo successivamente gli amministratori, ove si tratti di delibere suscettibili di ricevere esecuzione.

Si devono allora distinguere i pochi casi in cui l'assemblea degli azionisti è per legge direttamente investita del potere di gestione (nel suo momento esclusivamente deliberativo) da quelli "normali" in cui tali prerogative non possa vantare, se non come aspettativa di mero fatto. Altrimenti detto, nel diritto positivo italiano, quantomeno in una dimensione generale e prettamente formale, deve escludersi che il controllo dei soci sull'amministrazione possa identificarsi con un *potere cogente* che questi sono talvolta in grado di esercitare sulla condotta dei gestori, poiché a diversamente voler concludere si finirebbe per collidere con il postulato managerialistico, che vuole la gestione esclusivamente rimessa agli amministratori ⁽¹⁹⁾.

Il corollario di quanto appena scritto consiste nella necessità di tenere distinte le due accezioni semantiche del termine, cioè quella che vi individua una funzione di *oversight*, la quale in questa sede più interessa, da quella che vi ravvisa invece un potere di vincolare gli amministratori. E ciò pur sempre avendo contezza che talvolta tra le due forme vi possono essere dei punti di contatto: se è vero che tramite il monitoraggio non è possibile vincolare gli amministratori, è altrettanto vero che allo stesso si riconnette comunque una più o meno intensa influenza di tipo indiretto sulla gestione, nel senso che il *board*,

⁽¹⁶⁾ Quanto scritto non esclude che un controllo inteso come monitoraggio possa svolgersi *ex ante* rispetto alla convocazione dell'assemblea straordinaria per la delibera dell'operazione. La materia costituirà oggetto di approfondimento *infra*, cap. 3, sez. 2.

⁽¹⁷⁾ In una prospettiva più ampia volta a individuare i vari significati del "controllo" (senza ulteriori specificazioni) nella parte societaria del Codice civile, si cfr. BRIOLINI, *Gli strumenti di controllo degli azionisti di minoranza sulla gestione*, cit., 16 ss., il quale, accanto all'accezione che lo intende come giudizio, individua anche un controllo concepito alla stregua di un potere di *influire* sul controllato sino talvolta a dominarlo, di cui trova il prototipo nell'art. 2359 c.c., riconducendo entro certi limiti alla stessa nozione anche lo strumento delle autorizzazioni assembleari *ex art.* 2364, comma 1, n. 5, c.c. (*supra*, ntt. 8 e 14). Secondo il citato a. quando «si orienta attivamente l'azione degli amministratori», per ciò solo si sarebbe dinanzi a un controllo come potere ed influenza sul controllato e in particolare sugli amministratori.

⁽¹⁸⁾ In disparte la circostanza che la disposizione evocata si riferisca all'assemblea ordinaria, mentre l'art. 2365 c.c. riguarda quella straordinaria: nell'economia del discorso svolto rileva solamente il carattere vincolante del potere e il suo essere condizionato alla titolarità di una partecipazione maggioritaria.

⁽¹⁹⁾ Arg. *ex art.* 2380-*bis*, comma 1, c.c.

sapendo di essere controllato dagli azionisti, opererà in un certo modo, al fine di non perdere la “fiducia” di coloro dai quali promana la sua nomina ⁽²⁰⁾.

Come si è cercato di dimostrare, il controllo dei soci, se considerato nella sua generalità e nella sua multifunzionalità come monitoraggio sull’attività sociale, è un elemento che risulta essere presente in ogni tipo societario e quindi pure in quello azionario, ove nell’impostazione teorica viene esercitato fondamentalmente tramite l’assemblea.

Le svolte considerazioni consentono per ora di accennare come, almeno stando a quanto il legislatore ha disposto *expressis verbis*, nella s.p.a. non vi sia tuttavia un *generale* diritto di informazione propriamente inteso ⁽²¹⁾, riconosciuto in favore di ogni azionista e non preordinato in via esclusiva, o comunque precipua, all’esercizio del voto, quindi svincolato rispetto al momento propriamente assembleare ovvero a esso immediatamente prodromico. In questo senso, si consideri che è rintracciabile solamente un diritto di ispezione, peraltro limitato al libro dei soci e a quello delle adunanze e delle deliberazioni dell’assemblea, quindi non rientrante nel controllo gestorio ⁽²²⁾. A ciò si aggiunga l’informazione periodica e continua nelle società quotate, che però viene fornita a tutti i

⁽²⁰⁾ Questa influenza diviene naturalmente molto più intensa quando si tratta del socio di controllo: ROCK, *Shareholder Eugenics in the Public Corporation*, in *Cornell Law Review*, 2012, 892, che evidenzia come «in a controlled corporation, the controlling shareholder typically elects all the directors, effectively chooses executive management, sets management compensation, determines the direction of the firm, sets dividend policy, decides whether or not the firm should be sold, and carries out any other decision it wants to»; GILSON, GORDON, *Controlling Controlling Shareholders*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2003, 785 ss. In aggiunta, come si dirà più ampiamente nel prosieguo, un *concentrated ownership pattern* determina frequenti opportunità di scambi informativi tra azionisti e organo amministrativo anche fuori dall’assemblea, i quali rappresentano punto di emersione dell’esercizio non solo del *monitoring*, ma altresì del potere di condizionare i gestori: MOSCA, *Director-Shareholder Dialogues Behind the Scenes: Searching for a Balance Between Freedom of Expression and Market Fairness*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2018, 805 s. Si cfr. anche MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, cit., 50 s., il quale individua nel controllo di merito degli azionisti un «*potere di indirizzo, di condizionamento*», che alle volte può però diventare anche di «*contrapposizione antagonista*». Pur sempre in relazione al controllo degli azionisti sia consentito il rinvio alle considerazioni svolte sulle conseguenze delle delibere assembleari consultive in materia climatica: ORCIANI, *Il ruolo dell’assemblea degli azionisti nello sviluppo delle politiche di sostenibilità: say on pay, say on climate*, in *Giur. comm.*, 2024, I, in corso di stampa.

⁽²¹⁾ Sul punto si rinvia *infra*, cap. 2, § 3.

⁽²²⁾ Così all’art. 2422 c.c. sul quale si tornerà in sede di dimostrazione dell’inesistenza normativa di un generale diritto di informazione dell’azionista a livello extrassembleare (*supra*, nt. 21). Interessante è il seguente volume: THOMAS, GIUDICI, VAROTTIL (a cura di), *Research Handbook on Shareholder Inspection Rights. A Comparative Perspective*, Cheltenham, Elgar, 2023, *passim*, ma spec. GIUDICI, *Inspection Rights in Italy*, *ivi*, 140 ss. Per quanto riguarda le società quotate la norma chiave in materia di informazione dei soci è l’art. 130 t.u.f., che riconosce agli stessi il diritto di prendere visione di tutti gli atti depositati presso la sede sociale per assemblee già convocate e di ottenerne copia, sicché si tratta di un diritto espressamente limitato ai soli documenti che alcune disposizioni di legge impongono di depositare presso la sede sociale prima dell’assemblea.

soci e in via più generale al mercato finanziario, a prescindere da una richiesta degli interessati, configurandosi quale diritto passivo ovvero non sollecitato.

Emerge come il controllo dei soci sulla gestione sia un concetto che, ove riferito al tipo azionario, al di fuori dei circoscritti profili già menzionati (assembleari ed extrassembleari, ma pur sempre coinvolgenti la *collettività* dei soci e comunque basati su un regime paritario), potrebbe già di primo acchito destare qualche perplessità, non foss'altro perché esso è uno di quei fondamentali elementi strutturali in base ai quali il legislatore aveva inteso distinguere nettamente la fisionomia della s.r.l. rispetto a quella della s.p.a. ⁽²³⁾. Del resto, su di un piano differente, è notorio che gli azionisti, nell'ambito della struttura tipicamente corporativa propria del tipo, non siano *ex lege*, né del resto potrebbero esserlo ⁽²⁴⁾, investiti di questa funzione, spettante invece all'apposito organo di controllo interno, a seconda del sistema di *corporate governance* prescelto ⁽²⁵⁾.

Risulta importante evidenziare una sostanziale differenza corrente tra controllo gestorio dei soci e controllo organico, dimostrando un'assenza di sovrapposizione tra i due. Secondo quest'ordine di idee, si è spiegato che neppure nel tipo a responsabilità limitata il controllo dei soci serve a supplire la possibile assenza del collegio sindacale, potendo le due forme di controllo convivere ⁽²⁶⁾. È pertanto sufficientemente chiaro come il controllo eventualmente svolto dagli azionisti ⁽²⁷⁾ in ordine ad amministrazione e *governance* (soprattutto fuori dal contesto assembleare) non determini neppure nella s.p.a. un'inutile e controproducente duplicazione di funzioni ⁽²⁸⁾, atteso che è profondamente diverso da

⁽²³⁾ In questo senso si v., tra gli altri, ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, II, artt. 2475-2483 c.c., in *Commentario al codice civile*, fondato da Schlesinger e diretto da Busnelli, Milano, Giuffrè, 2010, 1105; in tempi più recenti GUIDOTTI, *I diritti di informazione e di consultazione del socio*, cit., 412 s. L'affermazione di cui al testo dovrebbe forse essere rimessa in discussione a seguito delle ultime riforme intervenute, delle quali si darà succintamente conto, *infra*, cap. 3, sez. 3, § 9.2. Si leggano anche le riflessioni in chiave comparata sulla struttura economica delle *close corporation* e sul concetto di controllo interno svolte da RICCIARDIELLO, *Il socio amministratore di S.r.l.*, Milano, Giuffrè, 2008, 112 ss.

⁽²⁴⁾ Tale conclusione riposa sul principio di tipicità *ex art.* 2249 c.c., oltreché sulla rigida suddivisione di funzioni dovuta alla struttura corporativa.

⁽²⁵⁾ In materia si v., a livello monografico, BERLOTTI, *I controlli nella s.p.a.*, Bologna, Zanichelli, 2018, nonché LATELLA, *Sistema" dei controlli interni e organizzazione della società per azioni*, Torino, Giappichelli, 2018.

⁽²⁶⁾ Tanto è vero che si è parlato di un sistema di controllo «ibrido» ovvero di «soluzione [...] compromissoria». Sul punto si rinvia, *ex pluribus*, a ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1105.

⁽²⁷⁾ Ovvero e meglio, come si vedrà, da alcuni degli stessi, ossia quelli di maggioranza o di minoranza ma rilevanti, quali ad esempio gli investitori istituzionali.

⁽²⁸⁾ Evidenzia questo profilo anche STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, I, 406, richiamando i problemi che si sono posti all'attenzione degli interpreti in Germania, su cui si v. FLEISCHER, *Investor Relations und informationelle Gleichbehandlung im Aktien-, Konzern- und Kapitalmarktrecht*, in *ZGR*, 2009, 524, il quale ritiene che

quello svolto dallo specifico organo a esso preposto, perché non è mai espressione di un *potere/dovere* in senso proprio ⁽²⁹⁾.

Inoltre, il detto controllo non risulterebbe peraltro neppure limitato all'accertamento della regolarità sostanziale dell'amministrazione in senso stretto ⁽³⁰⁾, con il vincolo dell'insindacabilità nel merito delle scelte operate ⁽³¹⁾, di guisa che, per quanto attiene alle dimensioni tempistiche del fenomeno, si ritiene che il paradigma del controllo come forma di monitoraggio non si sostanzia solo in una verifica *a posteriori* di operazioni già realizzate, ma possa svolgersi pure *ex ante* rispetto al compimento di certe scelte strategiche e quindi su aspetti strettamente attinenti al merito della gestione e che talvolta, al ricorrere di certe condizioni, risulti legittimo ⁽³²⁾.

Si può pensare al caso in cui vengano intrattenuti dagli amministratori dei dialoghi con *alcuni* rilevanti azionisti ⁽³³⁾ anteriormente al compimento di una determinata operazione di competenza assembleare ovvero più in generale di una certa scelta di esclusiva spettanza dei gestori circa l'adozione di una linea strategica, ove lo scambio di opinioni può verosimilmente sortire una positiva incidenza, nel senso che i soci potranno

questo profilo abbia un rilievo più marcato nell'ordinamento tedesco, rispetto a quello italiano, stante l'esistenza di specifiche disposizioni normative e delle posizioni della dottrina.

⁽²⁹⁾ E neppure, salvo eccezioni, come si dirà nel prosieguo, di un *diritto* degli azionisti.

⁽³⁰⁾ Da intendersi come vigilanza sull'osservanza della legge e dello statuto, in ordine al rispetto dei principi di corretta amministrazione e in particolare sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società, oltreché sul suo concreto funzionamento.

⁽³¹⁾ Si cfr. AMBROSINI, *Collegio sindacale: nomina, composizione e funzionamento*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, IV, Padova, Cedam, 2010, 753 ss.; CAVALLI, *Osservazioni sui doveri del collegio sindacale di società per azioni non quotate*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, Torino, Utet, 2007, 57 ss., il quale interpreta la formulazione *post* riforma dell'art. 2403 c.c. in questi termini: «ai sindaci non compete un controllo sulla gestione in senso proprio, la quale appartiene alla sfera di discrezionalità imprenditoriale degli amministratori (tanto che un giudizio sull'opportunità imprenditoriale di queste scelte è sottratto perfino al sindacato del giudice a livello di azioni di responsabilità), ma un controllo sulla conformità di queste scelte e dei modi della loro realizzazione alle regole, comunemente accettate, d'avveduta e prudente amministrazione, ancorché codificabili in un testo solo attraverso un rinvio a fonti metagiuridiche». Ciò non significa che pure al collegio sindacale non possa essere riconosciuta una *facoltà* di esternare delle valutazioni nel merito delle scelte gestorie, ma che un *potere* conformativo in questo senso non esista. Non si vede allora alcun rilievo ostativo legato a tale ultima circostanza rispetto al riconoscimento (da parte dell'organo amministrativo) a favore di taluni soci (sebbene nei contorni che si tracciano in seguito) della possibilità di contribuire, naturalmente in maniera non vincolante per i gestori, alle scelte strategiche o comunque di essere in relazione alle stesse informati.

⁽³²⁾ Così come avviene, ad esempio, per le operazioni straordinarie di competenza dell'assemblea (*infra*, cap. 3, sez. 2) oppure, in certa misura e in regime paritario, mediante il voto consultivo (*infra*, in questo capitolo, §§ 5 e 6). In sostanza ci si trova dinanzi a un controllo doppiamente atecnico, secondo quanto più ampiamente si spiegherà *infra*, cap. 2, § 4.

⁽³³⁾ Naturalmente, posta la circostanza per cui la s.p.a. è il modello elettivo della grande impresa, si tratterà di dialoghi non intercorrenti con la totalità degli azionisti, ma con taluni soltanto di loro (solitamente con il socio di controllo ovvero con i soci di minoranza ma rilevanti).

convincere l'organo amministrativo circa la convenienza di adottare una determinata scelta differente da quella proposta, dimostrandone i vantaggi e così viceversa: ciò non potrà che essere considerato positivo ai fini del buon governo della compagine societaria.

Proprio la dimensione extrassembleare in sostanza non tipizzata fa sì che non si possa trattare nella s.p.a. indistintamente di *diritti* di controllo, di talché la declinazione del tema in questo tipo societario rende inevitabilmente necessario disancorare, ancorché in via soltanto generale, ovvero in riferimento al titolo e alle parti iniziali del lavoro, il controllo rispetto a una specifica posizione giuridica soggettiva ⁽³⁴⁾, così considerandolo nella sua “transtipicità”, ferme restando le necessarie e talora vistose differenze ⁽³⁵⁾. Da ciò deriva che si eviterà, almeno per il momento, di trattare di *diritti, doveri e facoltà*, sicché il controllo verrà esso stesso a estrinsecarsi nell'eventuale richiesta, ricezione e valutazione dell'informazione societaria ampiamente intesa, la quale potrà essere utilizzata secondo una pletera di finalità che non si esauriscono esclusivamente in quella di *monitoring* sulla gestione. Rimane fermo che occorrerà poi declinare il controllo nelle sue plurime forme sia dal lato soggettivo (e quindi anche dal punto di vista della natura giuridica) che da quello oggettivo ⁽³⁶⁾.

Per concludere l'iniziale inquadramento della prima locuzione del titolo dello studio monografico è senz'altro utile chiarire e ricordare che il controllo, come è stato da lungo tempo evidenziato, appartiene alla «categoria dei fenomeni logici» ⁽³⁷⁾, in quanto è un concetto a scansione complessa che riguarda molteplici fasi, di cui quella informativa è logicamente solo la prima, seguita da quella valutativa e infine, ma solo in via eventuale, da quella propriamente reattiva. Questa è la portata del termine che qui si ritiene di condividere e accogliere, atteso che si pone in ossequio all'utilizzo che ne è stato fatto dallo stesso legislatore codicistico, che ha abbracciato un'ampia nozione di controllo non consistente soltanto nel momento del giudizio, ma riferita altresì alla fase temporalmente anteriore all'acquisizione di informazioni e notizie, oltre a quella eventualmente

⁽³⁴⁾ Si v., *amplius*, il paragrafo immediatamente successivo.

⁽³⁵⁾ Sul concetto declinato in relazione all'informazione societaria si v. ZANARONE, *La tendenziale transtipicità dell'informazione societaria (un processo ancora incompiuto)*, in *Analisi giur. econ.*, 2013, 7 ss., seppure con particolare riferimento all'informazione societaria generale diretta al pubblico ex art. 114 ss. t.u.f. Si legga anche ID., *Introduzione. La disciplina transtipica dell'informazione societaria*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*, a cura di Marchetti, Ghezzi e Sacchi, Milano, 2020, 1 ss.

⁽³⁶⁾ Ciò che si svolgerà *infra*, cap. 3.

⁽³⁷⁾ Si v. G. FERRI, *Controlli interni nelle società per azioni*, in AA.VV., *Controlli interni ed esterni delle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1972, nonché in *Scritti giuridici*, III, 2, Napoli, ESI, 1990, 1197.

successiva⁽³⁸⁾. A ciò consegue che il concetto *de quo* si estende nell'ambito di un perimetro ben più ampio rispetto a quello specifico e maggiormente ristretto che potrebbe invece trarsi risalendo alla più generale nozione di controllo, che, a livello etimologico, si individua nel puro "riscontro", appunto *contre-rôle*⁽³⁹⁾, tra quanto si è verificato nella realtà e un modello che viene assunto come parametro basilico di riferimento⁽⁴⁰⁾.

2. *Delimitazione dell'oggetto della ricerca e individuazione degli obiettivi.*

Il piano dell'indagine, come d'altra parte è reso evidente dal titolo, fa perno sul binomio *controllo gestorio dei soci e parità informativa*, una "combinazione" nuova o, se si vuole, un'endiadi che si pone l'obiettivo di fornire una ricostruzione sistematica del controllo degli azionisti sull'amministrazione, categoria che come si è visto poc'anzi risulta per ampia parte tradizionalmente e formalmente estranea all'ordinamento azionario, in cui per definizione il controllo è di tipo organico e di mera legalità, mentre un *limitato* controllo di merito può svolgersi *essenzialmente* in sede assembleare⁽⁴¹⁾.

Quest'ampia impostazione di fondo rende necessario non limitare l'analisi esclusivamente ai profili della *selective disclosure*, in modo differente rispetto a quanto sinora ha prevalentemente fatto la dottrina che si è *funditus* occupata del tema, la quale ha ritenuto di considerare l'organo assembleare solamente per verificare la compatibilità delle comunicazioni selettive con esso e più in generale con la struttura corporativa dell'emittente, ma non già per individuare tanto l'origine del fenomeno, ossia le sue cause, quanto la sua

⁽³⁸⁾ Emblematico in questo senso è il già menzionato (diritto di) controllo del socio non amministratore di s.r.l., ove sotto questa rubrica si disciplina tutto il percorso affinché si possa svolgere, ossia dall'ottenimento delle notizie sullo svolgimento degli affari sociali, alla consultazione dei documenti relativi all'amministrazione, sino all'eventuale esercizio dell'azione di responsabilità.

⁽³⁹⁾ Forma estesa di *contrôle*, come risulta da PIANIGIANI, *Vocabolario etimologico della lingua italiana*, Varese, Polaris, 1991, anche consultabile sul portale *www.etimo.it*: «controregistro, ossia registro che fa da riscontro al registro originale e serve a verificare i dati [...]. Riscontro e verifica di conti». Questa definizione attiene solo a un'accezione del controllo (ossia quella del monitoraggio), ma ve ne è anche una ulteriore che deriva dal sostantivo inglese *control* e si identifica con il potere vincolante e conformativo di cui sopra nel testo, ossia «power or authority to manage, direct, superintend, restrict, regulate, direct, govern, administer», nonché dal medesimo verbo inteso come «to exercise restraining or directing influence over; regulate; restrain; dominate; curb; to hold from action; overpower; court, tract; govern», su cui si v. *Black's Law Dictionary*¹¹, Editor in Chief B.A. Garner, Toronto, Thomson West; nonché *Online Etymology Dictionary*, consultabile sul portale *www.etymonline.com*; cui *adde* CORTELLAZZO, ZOLLI, *Il nuovo etimologico. Dizionario etimologico della lingua italiana*, Bologna, Zanichelli, 2021, 305.

⁽⁴⁰⁾ In questa accezione particolarmente stringente il controllo si distinguerebbe dall'informazione che normalmente del medesimo costituisce la precondizione, affinché il riscontro abbia a realizzarsi in modo documentato e corretto, nonché dal comportamento adottato all'esito e quale conseguenza del monitoraggio stesso.

⁽⁴¹⁾ Si v. *supra*, § 1, nt. 8.

importanza ⁽⁴²⁾. Per converso, ove si inquadrasse l'informazione asimmetrica come un problema a sé stante la ricostruzione della stessa ne risulterebbe compromessa, così come con ogni probabilità la soluzione delle numerose questioni che pone.

Si intende dunque in via preliminare, nell'ambito della seconda parte di questo capitolo, prendere le mosse proprio dal ruolo dell'assemblea e segnatamente dal controllo svolto in tale sede e dalla relativa informazione, che devono essere meglio esaminati per comprendere sino a che punto essi possano spingersi e correlativamente individuandone con esattezza i limiti intrinseci e le inefficienze ⁽⁴³⁾, sì da rendere evidente come la trattazione svolta nei capitoli successivi sia l'inevitabile precipitato logico del primo, essendo essa interamente dedicata alla prospettiva extrassembleare, la quale si è sviluppata per colmare le lacune riscontrate nel controllo assembleare.

Dal punto di vista della definizione dell'oggetto del lavoro, quello proposto per il titolo è un binomio "autolimitante", in quanto il controllo dei soci, che costituirebbe di per sé un argomento estremamente vasto, viene circoscritto alla sola dimensione *informativa* (ancora prima riconducibile al più esteso concetto di monitoraggio) ⁽⁴⁴⁾ e posto in relazione al principio di *equal information*, così come quest'ultimo viene per forza di cose *prevalentemente* a incentrarsi sulla prospettiva extrassembleare.

Tale ultima affermazione si spiega considerando che nella sede assembleare, la quale nell'archetipo legale e ideale dovrebbe rappresentare il luogo privilegiato di discussione tra soci e amministratori, si possono escludere particolari problemi di parità informativa: nelle assemblee in videoconferenza non si registrano sostanziali deviazioni rispetto a

⁽⁴²⁾ Si v. il lavoro monografico di GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, Milano, Giuffrè, 2022, 72 ss. Analogamente si pone il problema dei possibili rapporti di frizione dei canali comunicativi deformalizzati rispetto all'assemblea degli azionisti («concerns about undermining the annual general meeting»), che risolve in senso non preclusivo, MICHELER, *Facilitating Investor Engagement and Stewardship*, in *Eur. Bus. Org. L. Rev.*, 2013, 54 s. In termini diversi, accenna al problema, ma senza dubitare della legittimità di tali dialoghi in ragione di questo profilo, STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, cit., 405 s., secondo cui un «profilo meritevole di attenzione è rappresentato dagli inevitabili riflessi che i dialoghi extrassembleari tra soci ed amministratori hanno sul ruolo e sul peso dell'assemblea». Per una visione del coinvolgimento tra azionisti e società come evento composito e multidimensionale, sempre in dinamica evoluzione, si v. BOWLEY, HILL, KOURABAS, *Shareholder Engagement Inside and Outside the Shareholder Meeting*, in *ECGI Working Paper Series in Law*, n. 709, 2023, 1 ss., secondo cui gli azionisti utilizzano, a vari livelli, una vasta gamma di tecniche di coinvolgimento, tra le quali vi rientrano l'assemblea degli azionisti, le interazioni *behind-the-scenes*, le campagne pubbliche e le tecnologie *online*, quali ad esempio forum di discussione e applicazioni di messaggistica.

⁽⁴³⁾ *Infra*, in questo capitolo, §§ 3-8.

⁽⁴⁴⁾ Per l'individuazione della molteplicità di significati riconducibili al controllo dei soci si rimanda *supra*, § 1.

quelle in presenza, visto che la modalità è sincrona e il diritto di intervento viene garantito; le uniche (e minime) questioni di parità informativa riguardano, da un lato, la risposta alle domande pervenute in vista dell'assemblea *ex art. 127-ter*, comma 1, t.u.f., profilo su cui si è discusso se le risposte date prima dell'assise assembleare debbano essere diffuse alla generalità dei soci o soltanto a coloro che hanno posto il relativo quesito ⁽⁴⁵⁾, dall'altro lato, semmai, il contingentamento dei tempi di intervento dei singoli soci ⁽⁴⁶⁾. Lo stesso dicasi per quei controlli che seppure condotti esternamente a tale contesto, risultano comunque aperti a tutti gli azionisti o anche agli investitori potenziali, come avviene negli *investor day* ⁽⁴⁷⁾, nonché in tutti i casi di informazione paritaria e cadenzata.

Tanto precisato, sempre nell'ottica di delimitare il campo dell'indagine, resta ora da soffermarsi più in dettaglio sull'*oggetto* del controllo degli azionisti che sin dal titolo è stato identificato con l'aggettivo "gestorio", da interpretarsi in senso ampio e quindi ricomprendendo nella sua area anche le questioni di *governance*, quali ad esempio le modalità di nomina degli amministratori, il sistema di remunerazione dei medesimi *et similia*. Questa lettura trova altresì conferma nella topografia del Codice civile, che ricomprende nella sezione intitolata «Dell'amministrazione e del controllo» ⁽⁴⁸⁾ le varie disposizioni in punto di partizioni interne dell'organo gestorio e relative deleghe (*i.e.* modalità di funzionamento), nomina degli amministratori e loro compensi ⁽⁴⁹⁾. Si tratterà pertanto del controllo nella sua massima estensione contenutistica ⁽⁵⁰⁾, vale a dire sull'*attività sociale* globalmente considerata ⁽⁵¹⁾: l'utilizzo del concetto in questa accezione così ampia è utile per farvi rientrare anche l'informazione nella (e per la) assemblea, che, a onor del

⁽⁴⁵⁾ È chiaro che la prima alternativa si lascia preferire: si cfr. BALP, *Società quotate e partecipazione all'assemblea: per una maggiore apertura all'intervento e al voto a distanza*, in *Riv. soc.*, 2022, 189 ss.

⁽⁴⁶⁾ Un'efficace sintesi del dibattito sull'argomento si può trovare in D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2007, 295 s. Al limite nelle società quotate un problema di parità informativa si potrebbe porre non tra soci ma tra questi ultimi e la generalità del mercato finanziario, ad esempio nel caso in cui in sede assembleare gli amministratori fornissero informazioni *price sensitive*. Si v. *infra*, nt. 92.

⁽⁴⁷⁾ In relazione a questi casi si dovrà semmai accertare quali limiti gli amministratori incontrino nella diffusione generalizzata di notizie societarie e quale ruolo possa avere la riservatezza e l'interesse sociale, in quanto si può ipotizzare che talvolta rendere informazioni strategiche di pubblico dominio possa arrecare un danno alla stessa compagine societaria.

⁽⁴⁸⁾ Si tratta della Sezione VI-*bis* del Libro V, Capo V.

⁽⁴⁹⁾ Si v., rispettivamente, gli artt. 2381, 2383 e 2389 c.c.

⁽⁵⁰⁾ Anche prescindendo dalla nozione di controllo in senso tecnico.

⁽⁵¹⁾ Tale distinzione in punto di oggetto del controllo nelle società di capitali viene tratteggiata similmente anche da PERRINO, *Il controllo individuale del socio di società di capitali: fra funzione e diritto*, cit., 647 s.

vero e salvo taluni profili di eccezione, non potrebbe ricondursi (o comunque non esclusivamente e non in via principale) a un controllo sulla *gestione* strettamente intesa ⁽⁵²⁾.

A completamento dell'analisi circa l'individuazione delle cause di sviluppo di questa forma di monitoraggio sulla gestione, il secondo capitolo si aprirà con la verifica e la conseguente constatazione che pure l'informazione periodica e continua (quindi extrassembleare e codificata, in regime di *disclosure* paritaria) è altrettanto incongrua a rispondere alle nuove esigenze di controllo degli azionisti ⁽⁵³⁾. Esso sarà poi dedicato al posizionamento dei problemi sottesi al principio di *equal information* e alla ricostruzione dello stesso, soprattutto nella sua dimensione multi-ordinamentale, cioè quella dell'ordinamento azionario comune e quella del diritto dei mercati finanziari, spiegando in che modo le sue varie declinazioni possano essere tra loro coordinate; il che getterà le basi per tutta la disamina che si svolgerà dopo, in cui si entrerà nel merito delle deroghe volte a consentire interazioni selettive.

Il perimetro della successiva indagine condotta nel terzo capitolo ⁽⁵⁴⁾ si attesterà sull'attività di controllo, inteso in particolare nelle società quotate come *stewardship* ⁽⁵⁵⁾, sull'operato del *management* e sul governo societario, che *alcuni* azionisti svolgono informalmente all'esterno dello stretto contesto assembleare ⁽⁵⁶⁾; saranno prese in considerazione anche le ipotesi in cui tali verifiche abbiano per oggetto elementi comunque non ricavabili dalle comunicazioni al mercato anche non finalizzate all'assise degli

⁽⁵²⁾ L'assemblea non è normalmente il luogo in cui si discuta di gestione in senso stretto, se non esemplificativamente con riguardo alle poste di bilancio e alle operazioni straordinarie *ex art.* 2365 c.c.

⁽⁵³⁾ *Infra*, cap. 2, § 1.

⁽⁵⁴⁾ *Infra*, capp. 2 e 3.

⁽⁵⁵⁾ Sulla nozione di *stewardship* e per una sua differenziazione rispetto a quella necessariamente più generale di *engagement* degli azionisti si v. STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, cit., 393-394; GUIDOTTI, *La società con azioni quotate. Alcune regole di funzionamento*, Milano, Wolters Kluwer, 2021, 50 ss.; ALVARO, MAUGERI, STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettive*, Quaderni giuridici Consob, gennaio 2019, 11 ss., disponibile su www.consob.it; nonché nella letteratura internazionale CHIU, *Turning Institutional Investors into "Stewards": Exploring the Meaning and Objectives of Stewardship*, in *Current Legal Problems*, vol. 66, issue 1, 2013, 443 ss.; WINTER, *Shareholder Engagement and Stewardship. The realities and illusions of institutional share ownership*, 2011, disponibile su www.ssrn.com.

⁽⁵⁶⁾ Evidenzia le necessità informative degli azionisti in momenti differenti rispetto a quello assembleare o assimilati TOMBARI, *Le nuove prospettive dell'"informazione societaria": il dialogo tra organo amministrativo e soci al di fuori del contesto assembleare*, in *Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, a cura di Id., Torino, Giappichelli, 2018, 2. In riferimento invece all'oggetto del controllo e per una nozione trasversale del medesimo si v. *supra*, nt. 51. L'attualità del tema emerge anche dalla seguente raccolta di contributi: ENRIQUES, STRAMPELLI (a cura di), *Board-Shareholder Dialogue. Policy Debate, Legal Constraints, and Best Practices*, Cambridge, CUP, 2024.

azionisti ⁽⁵⁷⁾. Diversamente detto, ciò su cui si focalizzerà l'attenzione è proprio il controllo vertente sull'informazione *extra*-assembleare e insieme *extra*-mercato, quindi essenzialmente atipica, cioè il settore dell'informazione societaria verso gli azionisti meno esplorato dalla dottrina commercialistica, ma di fondamentale importanza, anche inteso come strumento di *corporate governance*, il quale però allo stato è privo di una specifica normazione, sì da imporre all'interprete uno sforzo atto a verificare se, e casomai con che modalità, sia possibile colmare questo iato. L'obiettivo sarà quello di rivestire di giuridicità queste prassi, che sollevano delicati problemi di parità informativa, affermandone la legittimità, seppure con molte precisazioni e limitazioni.

In sostanza la tesi che si intenderà verificare e suffragare è quella per cui il controllo dei soci può trovare spazio anche nel tipo azionario, naturalmente in ambito extrassembleare, sebbene in correlazione a posizioni giuridiche soggettive non sempre coincidenti, nonché atteggiandosi con modalità e graduazioni anche radicalmente differenti in riferimento al suo oggetto.

In particolare, nel terzo capitolo, dopo aver tracciato una trasversale tassonomia di tipo oggettivo e soggettivo dell'informazione asimmetrica (sezione prima), si intenderà individuare il "predicato", o meglio i "predicati", del controllo degli azionisti ⁽⁵⁸⁾, ossia le *posizioni giuridiche soggettive* che vi si riconnettono (sia dal lato dei soci che da quello degli amministratori), le quali non sembrano suscettibili di una *reductio ad unum*, bensì richiedono di operare distinzioni a seconda di molteplici circostanze, e cioè, *inter alia*, della tipologia di socio ⁽⁵⁹⁾, dell'oggetto e dei caratteri dell'informazione, nonché della natura quotata o meno della società oppure dell'essere quest'ultima stata destinataria di un procedimento di *delisting*, ma con permanenza degli investitori istituzionali anche in un tempo successivo (sezioni seconda e terza) ⁽⁶⁰⁾.

⁽⁵⁷⁾ A titolo esemplificativo si pensi alle relazioni periodiche (infrannuali) di cui all'art. 154-*ter* t.u.f., sulle quali si rinvia *infra*, cap. 2, § 1.

⁽⁵⁸⁾ In linea con quanto anticipato, il primo elemento del titolo si attesta volutamente sul *controllo* gestorio dei soci, senza alcuna ulteriore specificazione sulla situazione giuridica soggettiva, impossibile in relazione a questo tipo societario (*supra*, § 1).

⁽⁵⁹⁾ Soprattutto se si considera l'art. 124-*quinquies* t.u.f. riferito agli «investitori istituzionali» e ai «gestori di attivi», il che richiede, in parte, di rivedere l'assunto per cui le molteplici tipologie di azionisti esistono, ma non sono tali da impattare sulla normativa che è tendenzialmente sempre la stessa. *Infra*, cap. 3, sez. 1, § 2.2 e sez. 3, § 3.2.

⁽⁶⁰⁾ Come, ad esempio, è accaduto in alcuni casi, tra i quali si possono citare Mundys s.p.a., già Atlantia s.p.a., e IMA s.p.a.

Questa parte della trattazione, oltre a rappresentare un ulteriore profilo di originalità del lavoro, considerato che allo stato dell'arte e della legislazione non vi è chiarezza sulla posizione giuridica soggettiva del controllo, conferisce all'intera analisi anche un fondamentale rilievo applicativo ⁽⁶¹⁾. Del resto, sarebbe probabilmente di limitata utilità uno studio che non rispondesse alla domanda se all'organo amministrativo si frapponga un *divieto* di trasmettere "flussi" informativi verso i soci più o meno rilevanti, oppure questo abbia una *facoltà* o, addirittura, si configuri in capo al medesimo un *dovere* e se esista un rapporto di simmetria in base al quale individuare un corrispondente *diritto* dei soci al riguardo.

Infine, quanto al perimetro soggettivo trasversale all'intera analisi, si è pensato di non limitarlo alla sola società quotata, viceversa estendendolo in via più generale all'impresa azionaria, in particolare a quella complessa e di grandi dimensioni ⁽⁶²⁾, considerati i vari casi di *delisting* e talvolta, ciononostante, la permanenza degli investitori istituzionali anche successivamente a tale evento, che pone alcuni delicati problemi forse meritevoli di analisi. Inoltre, sembra proprio lo stesso raccordo tra il principio di parità di trattamento, *sub specie* di parità informativa, presente nell'ordinamento azionario comune e quello proprio dell'ordinamento della società quotata a rendere ineludibile la trattazione anche del primo, visto che quello stesso principio immanente a tutte le s.p.a. sembra applicabile anche agli emittenti ⁽⁶³⁾, sicché non avrebbe senso escludere la sua trattazione in relazione alla s.p.a. "chiusa" o "aperta" non quotata (cioè "diffusa"), perché comunque il problema

⁽⁶¹⁾ È possibile ipotizzare che pure il terreno dottrinale sia maggiormente pronto per sostenere non soltanto la tesi della *possibilità* di tali flussi informativi, ma anche quella, in taluni casi, della loro *doverosità*, che alcuni anni fa poteva sembrare eccessivamente "forte" e criticabile. Nel senso della doverosità dei flussi in esame verso gli investitori professionali, essenzialmente argomentata sulla base dei principi di corretta amministrazione della società azionaria ex art. 2086, comma 2, c.c. e quindi nell'ambito della predisposizione di adeguati assetti organizzativi e amministrativi, si v. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2021, 1353 ss. e SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori con gli azionisti dopo il Codice di Corporate Governance*, in *Riv. dir. comm.*, 2022, I, 695 ss. Gli aa. richiamano anche l'art. 124-*quinquies* t.u.f. sulla politica di impegno, ma questo aspetto potrebbe essere molto più valorizzato e probabilmente in modo più convincente dell'argomento circa l'adeguatezza degli assetti, che essendo estremamente generale può prestarsi a maggiori critiche e inoltre non pare possa condurre a munire di doverosità i dialoghi (ma li possa al limite legittimare alla stregua di una *facoltà* dei gestori), anche considerata la discrezionalità che in materia caratterizza l'ufficio gestorio (*infra*, in questo capitolo, § 5, nonché cap. 3, sez. 3, § 3.1).

⁽⁶²⁾ Sul concetto di impresa complessa si può leggere BENAZZO, *Organizzazione e gestione dell'«impresa complessa»: compliance, adeguatezza ed efficienza. E pluribus unum*, in *Riv. soc.*, 2020, 1197 ss.

⁽⁶³⁾ Si v. *infra*, § cap. 2, §§ 5 e 6.

dovrebbe essere affrontato ugualmente, servendo per fornire soluzioni anche nella società quotata.

Resta fermo che ove ci si riferirà alle società quotate il riferimento dovrà intendersi rivolto anche alle società “diffuse”, ossia emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante, considerato che vi è tendenziale identità di disciplina in materia di obblighi informativi degli intermediari tra i due modelli di s.p.a. ⁽⁶⁴⁾. Precisazioni autonome dovranno invece essere svolte con riferimento alle società “chiuse” ⁽⁶⁵⁾.

Infine, il riferimento all'*impresa* azionaria contenuto nel titolo, in luogo di quello più invalso alla *società* per azioni, vorrebbe valorizzare il profilo dell'*attività* ⁽⁶⁶⁾, posto che si tratterà anche di un elemento di quest'ultima, ossia la sostenibilità, che costituisce un importante profilo su cui si attesta il controllo degli azionisti.

3. Una premessa di metodo: l'analisi del controllo assembleare in senso funzionale alla ricostruzione di quello extrassembleare.

La disamina del controllo assembleare e della connessa informazione per mezzo della quale esso si esplica costituisce il fondamentale snodo di partenza dell'*iter* logico di sviluppo dell'elaborato, siccome non è fine a sé stessa, bensì presenta una forte tensione funzionale verso l'inquadramento del problema (e delle sue cause) che costituisce il “cuore” del lavoro, e cioè il controllo dei soci in regime non paritario (come è ovvio, a livello extrassembleare), e quindi risulta estremamente utile per una sua ricostruzione organica.

Il carattere ineludibile di un simile approccio è suffragato dalla considerazione che la disamina critica della dimensione assembleare è certamente rilevante, atteso che, quantomeno allo stato dell'arte, non pare chiaro il modo in cui l'informazione selettiva venga a inquadrarsi rispetto all'assemblea dei soci. Si finisce normalmente per ravvisare nella

⁽⁶⁴⁾ Eccettuati alcuni aspetti di dettaglio: si cfr. l'art. 118 t.u.f. Sulle società “aperte” si richiamano i contributi di F. VELLA, *Le società aperte: oltre il TUF? Per una discussione*, in *Analisi giur. econ.*, 2019, 431 ss. e BLANDINI, *Società quotate e società diffuse. Le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Trattato di diritto civile del Consiglio Nazionale del Notariato*, diretto da P. Perlingieri, Napoli, ESI, 2005, *passim*, ma spec. 135-140 e 285-332.

⁽⁶⁵⁾ In questo senso si cfr. anche D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, cit., 300, segn. nt. 19.

⁽⁶⁶⁾ Si v. STELLA RICHTER jr, *L'impresa azionaria tra struttura societaria e funzione sociale*, in *La funzione sociale nel diritto privato tra XX e XXI secolo*, a cura di Macario e Miletta, Roma, Roma Tre-Press, 2017, 65 ss.

diffusione della prima una causa di riduzione del ruolo della seconda, con un assunto che si limita a fotografare quanto è accaduto, senza tuttavia chiarire quali siano le molteplici ragioni di fondo che, dalla prospettiva assembleare, hanno determinato la diffusione della *selective disclosure*. Tutto questo consentirà anche di esplicitare perché l'assemblea sia essenzialmente divenuta da un lato il luogo in cui i soci rilevanti esprimono il voto e manifestano il dissenso soltanto ove non vi sia stato preventivo accordo, dall'altro, talvolta, lo "sfogo" dei piccoli azionisti ⁽⁶⁷⁾, mentre tanto i primi (soprattutto investitori istituzionali) quanto, seppure in minore misura, i secondi (azionisti *retail*) ⁽⁶⁸⁾ si attivano in sede extrassembleare, e dunque in modo asimmetrico, ove abbiano delle perplessità oppure delle richieste da presentare.

A livello metodologico deve avvertirsi che la predetta informativa tipizzata ⁽⁶⁹⁾ sembra avere rilevanza anche in questa trattazione quantomeno per un triplice ordine di ragioni. In primo luogo, al fine di spiegare, da una prospettiva di ricostruzione causale del fenomeno, perché è sorta la necessità di "dialoghi", oltreché più in generale di "flussi" informativi, selettivi ⁽⁷⁰⁾ e quindi quali sono le ragioni che hanno determinato il problema della parità informativa con riferimento al controllo dei soci sulla gestione nella sua ormai diffusa dimensione extrassembleare. Per fare questo è necessario ricostruire con

⁽⁶⁷⁾ Il che richiama alla mente, seppure in tutt'altro contesto, il recente libro di CANFORA, *La democrazia dei signori*, Roma-Bari, Laterza, 2022.

⁽⁶⁸⁾ Visto che per il socio di controllo è da sempre così, nonostante il tema non fosse in passato dibattuto. Si v. *infra*, in questo capitolo, § 4, oltreché nel cap. 3, sez. 1, § 2.1.

⁽⁶⁹⁾ Già si è rilevato *supra*, § 1, che, malgrado i detti flussi di dati (informazione assembleare e preassembleare) siano cioè in primo luogo preordinati all'esercizio ponderato del diritto di voto ovvero di altri diritti discendenti dalla partecipazione sociale, non è certamente improprio trattare di controllo, il quale si riconnette qui all'attivismo degli azionisti (*i.e.* diritti di *voice*). Questo controllo, come rilevato nel testo, non può dirsi propriamente esercitato sull'*amministrazione*, bensì deve essere inquadrato, in linea con la terminologia normalmente impiegata, quale controllo sull'*attività sociale* globalmente intesa; fermo restando che il controllo sulla gestione in senso stretto esiste anche nella s.p.a., ma con molte più limitazioni rispetto alla s.r.l., cioè è a dire che non risulta generale e che in pochi e circoscritti casi si atteggia quale diritto (si v. *infra*, cap. 3).

⁽⁷⁰⁾ Non sembra si possa trattare di *one-way dialogue*, perché il dialogo presuppone per definizione sempre un'interazione attiva (ma diversamente utilizza questa locuzione GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, cit., 19, segn. nt. 63 e testo afferente, pur riconoscendo però il carattere paradossale di un dialogo a senso unico). Il termine onnicomprensivo pare essere *comunicazione* ovvero *flusso informativo* (piuttosto che *conversazione*), il quale può essere: (i) unidirezionale, in cui il destinatario ascolta e tace; (ii) bidirezionale, ove il destinatario ascolta e attivamente interviene, integrando gli estremi di un vero e proprio dialogo. Sul concetto di «conversazione», come forma prototipica di dialogo, che presenta i tratti centrali dell'interattività e dell'intenzionalità si può leggere, tra i linguisti, BAZZANELLA (a cura di), *Sul dialogo. Contesti e forme di interazione verbale*, Guerini, Milano, 2002; ID., *Linguistica e pragmatica del linguaggio. Un'introduzione*, Laterza, Roma-Bari, 2008; ID., voce «conversazione», in *Enciclopedia dell'italiano*, Treccani, Roma, 2010; ANGEL, *The Four Types of Conversations: Debate, Dialogue, Discourse, and Diatribe*, 28 dicembre 2016, disponibile su www.davidwangel.com.

precisione i confini contenutistici e tempistici di questa tipologia di informazione codificata⁽⁷¹⁾, in modo da comprendere e spiegare fino a quale punto si possa fare affidamento sull'assemblea per implementare adeguatamente il controllo degli azionisti. Inoltre, il che è in parte lo stesso, ciò rileva nella naturale ottica di procedere dal tipico verso l'atipico, al fine di comprendere anche a livello fenomenico quali siano le esigenze informative selettive che potrebbero sorgere al di fuori delle previsioni legislative (e cioè quando tali istanze non possano ivi trovare soddisfacimento, sia dal punto di vista dei contenuti che della tempistica di diffusione) e sottoporle poi a verifica circa la loro legittimità⁽⁷²⁾.

In secondo luogo, intorno a questa informazione codificata e specialmente a quella di mercato non collegata al momento assembleare ben potrebbero essere richiesti selettivamente da parte di alcuni azionisti dei chiarimenti e approfondimenti e così innestarsi sulla medesima una pluralità di ulteriori dati, di talché la sua definizione, quanto a contenuti e limiti, assurgerebbe a elemento da considerare per verificare se nelle compagini societarie quotate i dialoghi tra certi azionisti e il *board* inerenti scelte strategiche possano dirsi ammessi dalla normativa sulle informazioni privilegiate siccome finalizzati a chiarimenti di dati già oggetto di *public disclosure*. Un'ulteriore utilità di conoscere i contorni dell'informativa richiamata, strettamente collegata a quella appena spiegata, potrebbe consistere nel permettere di calibrare le risposte e i dialoghi, affinché questi non siano occasione per involontarie comunicazioni selettive di informazioni *material*, che sarebbero verosimilmente illegittime⁽⁷³⁾.

⁽⁷¹⁾ Deve precisarsi che il carattere codificato dell'informazione non è più esclusivo di quella simmetrica (assembleare, preassembleare, continua e periodica), ma in parte anche di quella selettiva, seppure con tutte le incertezze di cui si darà conto con riferimento all'art. 124-*quinquies* t.u.f.

⁽⁷²⁾ Si tratta cioè di verificare se e in quale misura l'informativa connessa all'evento assembleare e quella diretta in generale al mercato siano di per sé idonee a depotenziare (in riferimento a certi momenti della vita societaria e a particolari oggetti) la rilevanza per gli azionisti di forme extrassembleari, *extra* mercato e selettive di dialogo con l'organo amministrativo. Basti in questo senso ricorrere a una metafora grafica per evidenziare come sia comunque altresì necessario definire l'area dei diritti di informazione assembleare, preassembleare e di mercato nella parte in cui abbiano ad oggetto amministrazione e *governance*, proprio perché quest'area è strettamente tipizzata dal legislatore in riferimento alla s.p.a. e assolverà alla funzione di guida nella ricostruzione *per differentiam* dell'area "grigia" (*rectius*, atipica ovvero da delimitare in via ermeneutica) che residua ai fini di un controllo sulle tematiche cui si è più volte fatto cenno e del quale occorrerà valutare la legittimità.

⁽⁷³⁾ Quanto indicato nel testo per il secondo ordine di ragioni è riferito alla sola informazione prevista *ex lege* e diretta al mercato, la quale non è funzionale all'assemblea (e.g. le relazioni finanziarie periodiche e segnatamente infrannuali). Non sono state incluse anche le informazioni richieste per ottenere chiarimenti sulle poste di bilancio, ovvero sui contenuti della relazione sulla gestione, perché la naturale sede di discussione di queste sarà appunto data dall'assemblea; risulterà semmai utile domandarsi se chiarimenti richiesti

In terzo luogo, tale verifica condurrà a dimostrare anche la superfluità di compiere accertamenti in chiave limitativa od ostativa circa la compatibilità del controllo asimmetrico degli azionisti con la struttura corporativa del tipo e in particolare con l'organo assembleare, confutando la convinzione che esso si sarebbe "svuotato" ⁽⁷⁴⁾ sino a rimanere vuoto simulacro di antiche tradizioni ⁽⁷⁵⁾, proprio perché esternamente all'assemblea e nella sua imminenza alcuni azionisti tratterebbero delle *stesse* materie assembleari.

In più larga istanza, appare chiaro che l'ampio fenomeno dell'informazione societaria tra organo amministrativo e azionisti deve essere destrutturato e studiato a un tempo in una prospettiva statica e in una dinamica ⁽⁷⁶⁾, nel senso che per una compiuta ricostruzione di una sola parte autonomamente intesa non si possa prescindere dal considerare, anche in concreto, le interrelazioni e talvolta le intersezioni tra le varie parti, a patto di non volerne fornire un'imprecisa e sterile visione settoriale. Questo è a maggior ragione vero ove si debba ricostruire un'informazione, quale quella asimmetrica, che non è tipizzata.

4. *L'inadeguatezza delle competenze decisorie dell'assemblea a consentire un adeguato monitoring sulla gestione.*

Anzitutto, per la ricostruzione critica del problema indagato è necessario muovere da un assunto fondamentale, nonostante questo allo stato dell'arte non risulti essere considerato e valorizzato a tali fini. In particolare, si rileva che i flussi informativi preassembleari e assembleari sono caratterizzati dall'esistenza intrinseca di limiti oggettivo-funzionali e tempistici, i quali fanno sì che il controllo dell'azionista sulla base di queste informazioni sia per sua natura circoscritto alle materie strettamente assembleari e all'espressione consapevole del voto sulle medesime. In altri e più estesi termini, in questo contesto i profili relativi alla gestione (e così la correlata informazione) sono limitati

selettivamente circa siffatte materie risultino legittimi esternamente e successivamente rispetto a tali contesti e inoltre se la comunicazione selettiva e preventiva dell'informativa contabile sia o meno legittima.

⁽⁷⁴⁾ Riecheggiando quindi quel dibattito che si era svolto, anteriormente alla riforma del 2003, circa la legittimità delle convenzioni parasociali di voto. Accennano a questo profilo anche STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, cit., 406, nt. 34; nonché GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, cit., 74.

⁽⁷⁵⁾ Con questo non si vuole confutare che la riduzione del ruolo dell'assemblea si sia verificata a causa dell'informazione selettiva, ma si fa presente che quest'ultima, salvo alcuni casi (quali quelli dell'art. 2365 c.c.) non pare avere ad oggetto le materie assembleari. Si rinvia, *infra*, cap. 1, §§ 5 e 8, nonché alle considerazioni che si svolgeranno sul *black-out period* (*infra*, cap. 3, sez. 3, § 6).

⁽⁷⁶⁾ E quindi a rigore anche l'informativa codificata dovrebbe essere oggetto di disamina.

e non generali ⁽⁷⁷⁾, nel senso che vi sarà pur sempre il limite dell'ordine del giorno a precludere la discussione di temi gestori che non si ricolleghino strettamente alle predette competenze dell'organo ⁽⁷⁸⁾; da considerare poi che in riferimento a questi limitati ambiti il controllo sulla gestione viene a essere effettuato successivamente, ossia su operazioni già compiute, non trattandosi di un dialogo anche preventivo, seppure non vincolante per i gestori; ma, anche a volere astrattamente porre in disparte siffatti aspetti oggettivi, l'assemblea, pur costituendo nel disegno legislativo un importante momento di interazione con la base sociale, segue certe cadenze di convocazione che non la rendono sempre idonea a soddisfare integralmente le esigenze informative dei soci lungo tutto l'arco dell'esercizio sociale.

A prescindere da ciò, in un'ottica di estensione sempre maggiore del monitoraggio assembleare, nel corso degli anni tale informativa è stata oggetto di notevole e pregevole potenziamento realizzato in particolare attraverso la prima direttiva *Shareholder Rights* ⁽⁷⁹⁾, la quale ha inteso rafforzare l'organo assembleare, mediante interventi mirati sugli strumenti di partecipazione degli azionisti.

Anche le previgenti versioni del Codice di Autodisciplina (sino al 2018 compreso) avevano per quanto possibile cercato di ampliare l'oggetto dei dialoghi tra azionisti e amministratori in sede assembleare, facendo sì che questi non fossero limitati nello stretto perimetro tracciato dagli artt. 2364 e 2365 c.c., ma si estendessero anche a profili strettamente gestori di competenza dell'organo amministrativo. In questo senso, l'art. 9 di dette versioni del codice ⁽⁸⁰⁾, la cui abrogazione merita delle oculte riflessioni che si

⁽⁷⁷⁾ È noto che la competenza dell'assemblea in ambito gestorio si attesti solamente su modificazioni del capitale sociale e operazioni straordinarie, oltreché sui profili amministrativi che emergono dall'analisi delle varie poste di bilancio e dall'annessa relazione sulla gestione ex art. 2428 c.c., cui deve aggiungersi, per le società quotate, anche la relazione finanziaria annuale disciplinata dall'art. 154-ter t.u.f. (naturalmente vi rientra in radice anche la stessa nomina degli amministratori). Il rilievo dell'esistenza di alcuni profili relativi alla gestione e alle scelte strategiche si rinviene altresì in SACCHI, *L'informazione nella e per l'assemblea delle società quotate*, in *Analisi giur. econ.*, 2013, 101 s.

⁽⁷⁸⁾ Salvo che si tratti di argomenti che risultano all'ordine del giorno come deliberazioni consultive (*infra*, in questo capitolo, §§ 5 e 6).

⁽⁷⁹⁾ Si tratta della già citata direttiva 2007/36/CE (*supra*, nt. 7), per una ricostruzione delle cui finalità si v. GUERRIERI, *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti. Commentario*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2011, 502 ss.; MONTALENTI, *La Direttiva Azionisti e l'informazione preassembleare*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 685 ss.; CIOCCA, *L'ambito di applicazione della disciplina*, in *I diritti degli azionisti nelle società quotate*, a cura di Ciocca e Marasà, Torino, Giappichelli, 2015, 2 ss.; MONTALENTI, *Impresa. Società di capitali. Mercato finanziario*, Torino, Giappichelli, 2017, 255 ss. Si cfr. anche *supra*, in questo capitolo, nt. 10.

⁽⁸⁰⁾ Quelle dal 2011 al 2018, ma allo stesso modo presente a partire dal 2006, seppure con numerazioni diverse, e anche nelle versioni anteriori con varie sfumature contenutistiche.

svolgeranno più avanti ⁽⁸¹⁾, disponeva, segnatamente al criterio applicativo C.2, che «alle assemblee, di norma, partecipano, tutti gli amministratori. Le assemblee sono occasione *anche* per la comunicazione agli azionisti di *informazioni sull'emittente*, nel rispetto della disciplina delle informazioni privilegiate. Nello specifico, il consiglio di amministrazione riferisce in assemblea sull'*attività svolta e programmata* e si adopera per assicurare agli azionisti un'adeguata informativa circa gli elementi necessari *perché* essi possano assumere, con cognizione di causa, le decisioni di competenza assembleare» (corsivo aggiunto).

Si ricomprendeva così nell'informazione fornita dal consiglio di amministrazione in sede assembleare anche quella concernente profili di pura gestione (in genere differenti dalle materie che per legge sono di competenza degli azionisti) e, di contro, nulla si diceva con riferimento alle relazioni tra azionisti e amministratori che si svolgono esternamente rispetto al *locus* assembleare.

La disposizione di autodisciplina appena citata sembrava lasciare implicitamente emergere la conclusione che secondo quell'impostazione (poi superata nel 2020) gli scambi informativi dovessero avvenire fundamentalmente in sede assembleare. Anche il commento al detto articolo pare avvalorare questa conclusione, ivi leggendosi che «il Comitato ritiene che sia nell'interesse degli emittenti instaurare un dialogo continuativo con la *generalità* degli azionisti e, in particolare, con gli investitori istituzionali, nel rispetto delle norme e procedure che disciplinano la divulgazione di informazioni privilegiate. In tale contesto l'assemblea dei soci rimane *un'occasione importante* di confronto tra azionisti ed amministratori».

È tuttavia noto che le cose stiano in modo ben diverso, perché nella realtà né gli investitori istituzionali, né in parte i soci *retail* e neppure il socio di controllo (ma per quest'ultimo era, come già visto, pacifico da lungo tempo) ⁽⁸²⁾ utilizzano minimamente

⁽⁸¹⁾ *Infra*, in questo capitolo, § 8.

⁽⁸²⁾ In tale direzione è utile leggere lo studio di NUZZO, *Sulle sedi di decisione nelle società quotate e sulla prevenzione di abusi da concentrazione di potere*, in *Analisi giur. econ.*, 2003, 82 s.: «in caso di società a "proprietà concentrata" le decisioni assunte in esercizio del potere di direzione [...] spesso sono nei fatti riferibili alle determinazioni al riguardo prese dall'azionariato di controllo [...] e comunicate per il tramite dell'amministratore delegato. Il potere di decisione tende insomma a collocarsi addirittura all'esterno del consiglio di amministrazione, e ad esprimersi come determinazione dell'azionariato di controllo, che al riguardo opera la propria selezione delle scelte disponibili». L'a. prende atto che «questo modello è più efficace e meno oneroso per la realizzazione dell'idea strategica propria dell'azionariato che esprime l'amministratore delegato [...]. Tuttavia, le decisioni sono di fatto assunte fuori dalla sede individuata nel modello legale, in diretto rapporto, appunto tra amministratore delegato ed azionariato di controllo». Appare interessante notare come, in un periodo in Italia ancora lontano dall'emersione del problema

l'assemblea per chiarire i propri dubbi o per formulare delle richieste. Infatti, nonostante tutti i menzionati rafforzamenti dell'informativa in esame, i limiti della stessa cui da principio si è fatto cenno costituiscono un ostacolo invalicabile e hanno dimostrato che essa di per sé sola non consente un sufficiente monitoraggio specifico sull'amministrazione o comunque quel controllo che la normativa e gli azionisti oggi paiono richiedere ⁽⁸³⁾.

A confutare le superiori considerazioni e a rendere generali quanto al loro oggetto i diritti di informazione nel contesto assembleare non vale neppure più nello specifico il carattere "dinamico" connesso a tale tipo di informazione che viene fornita anche anteriormente all'assemblea, affinché gli azionisti possano interagire con gli amministratori, ponendo domande sia prima, *ex art. 127-ter t.u.f.*, che durante lo svolgimento della riunione. E questo poiché le domande proponibili dagli azionisti potranno sì riguardare le condizioni attuali e prospettive del loro investimento, così da involgere anche aspetti gestori e strategici dell'attività sociale ⁽⁸⁴⁾, ma non deve fraintendersi la portata della citata informazione, la quale, pur consentendo all'azionista di minoranza l'accesso a informazioni di cui diversamente non potrebbe disporre, è assai circoscritta quanto al suo oggetto, ancora una volta, alle materie all'ordine del giorno, le quali sono strettamente

del controllo extrassembleare selettivo si parli di uno spostamento delle decisioni all'esterno della sede istituzionale, ancorché, trattandosi di materie riguardanti la gestione della società, non si fa minima menzione dell'assemblea, né come luogo di decisione, né soprattutto quale momento di informazione e discussione, il che in fondo avvalorava la condivisibilità dell'impostazione adottata nel testo.

Diversamente da quanto accaduto nel contesto nazionale, l'esame del problema dell'informazione selettiva nell'ordinamento giuridico statunitense è stato condotto già da lungo tempo: si v., tra gli altri, PAGE, YANG, *Controlling Corporate Speech: Is Regulation Fair Disclosure Unconstitutional?*, in *U.C. Davies Law Review*, 2005, 1 ss. e, in tempi più recenti, BENG TZEN, *Private Investor Meetings in Public Firms: the Case for Increasing Transparency*, in *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 2017, 33 ss.

⁽⁸³⁾ *Infra*, in questo capitolo, § 7.

⁽⁸⁴⁾ Sulla limitatezza dell'informazione del socio (di minoranza) in assemblea e sulla sua modesta utilità ai fini di un controllo in ordine all'attività sociale e più nello specifico alla gestione, prima della novellazione di cui al d.lgs. n. 27 del 2010 in attuazione della *Shareholder Rights Directive*, è significativo quanto evidenzia SACCHI, *L'informazione nella e per l'assemblea delle società quotate*, cit., 396: «Il voto dovrebbe tuttavia essere reso con consapevolezza, dunque da chi sufficientemente informato dei problemi da trattare. Il socio di società per azioni, peraltro, nulla sa dell'impresa sociale tranne ciò che gli viene comunicato con il bilancio, con le relazioni che lo accompagnano, con le relazioni periodiche dovute per legge o regolamento, e con le informazioni occasionali su fatti *price sensitive* nelle società quotate (quasi sempre comprensibili solo da tecnici). L'ordine del giorno si ferma all'enunciazione dell'elenco delle materie da trattare ciascuna espressa in maniera inequivoca ma nulla di più. Da qui l'obbligo di relazioni e prospetti da parte degli amministratori o del consiglio di gestione quando l'argomento da trattare sia di rilievo (ad es. fusione, o riduzione del capitale sociale per perdite)».

basate sulle competenze codicistiche dell'assemblea dei soci ⁽⁸⁵⁾, il che ne depotenzia significativamente la funzione ai fini che interessano ⁽⁸⁶⁾.

Emerge allora che in sede assembleare e relativamente al concetto di *engagement*, il controllo inteso in senso eminentemente *informativo* non possa in realtà andare in certa misura disgiunto dalla funzionalizzazione al voto e quindi non essere strettamente preordinato a una delibera ⁽⁸⁷⁾, tant'è vero che non potrebbero dirsi ammissibili i chiarimenti richiesti in assemblea da un investitore istituzionale ove non preordinati a un'immediata deliberazione, anche se questo potrebbe essere utile per indirettamente "spingere" gli amministratori nell'orientare la gestione in un senso piuttosto che in un altro (ad esempio imprimendo una prospettiva *long term* e attenta allo sviluppo sostenibile).

⁽⁸⁵⁾ Nel senso di potenziare la possibilità di monitoraggio da parte dell'assemblea, da altro e differente angolo prospettico, deve segnalarsi che non potrebbe più di tanto valere neppure il richiamo a quell'impostazione che cerca di estendere le relative competenze in ambito gestorio individuandone talune implicite (su cui *infra*, in questo capitolo, § 5). Ciò per almeno due ordini di motivi: anzitutto, principalmente perché si tratterebbe non di monitoraggio, bensì di un vero e proprio potere decisorio e quindi vincolante per gli amministratori, che fuoriesce dal perimetro della nostra analisi in aderenza alle puntualizzazioni svolte *supra*, § 1; inoltre, si farebbe capo a materie legate a interessi primordiali e quindi del tutto eccezionali, non generalizzabili e inidonee ad assolvere ai bisogni informativi degli odierni azionisti.

⁽⁸⁶⁾ Per ulteriori approfondimenti si v. GUIZZI, *Gli azionisti e l'assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, I, 12, ove anche talune considerazioni critiche circa l'impatto della valorizzazione dei diritti di *voice* e il recupero della centralità del procedimento assembleare, giacché la *voluntas societatis* si formerebbe altrove nel "chiuso delle stanze" e degli "incontri riservati" ai soci di controllo. In questo senso si v. anche, anteriormente alla riforma, LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, 86 ss.; il cit. a. individua in detti interventi normativi, da un differente angolo prospettico, un'esaltazione dell'assemblea quale momento informativo importante per gli azionisti istituzionalmente deputato ad assicurare agli stessi un flusso informativo. Una trattazione dedicata specificamente al diritto di cui all'art. 127-ter t.u.f. si rinviene in GUIDOTTI, F. PASQUARIELLO, *Commento all'art. 127-ter t.u.f.*, in *Commentario T.u.f.*, Torino, Giappichelli, 2012, 1400, nonché successivamente in C. PASQUARIELLO, *Il diritto di porre domande prima dell'assemblea: un nuovo dialogo tra gli azionisti e la società. Analisi normativa e prospettive*, in *Riv. dir. soc.*, 2017, I, 97 ss., ove anche ulteriori riferimenti bibliografici.

⁽⁸⁷⁾ È stato già da lungo tempo chiarito che, per quanto attiene al diritto di informazione in sede assembleare, un fondamentale limite è rappresentato dalla sua stretta funzionalizzazione rispetto ai punti posti all'ordine del giorno: si richiamano i tradizionali studi di BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, Morano, 1960, 236 ss. e COSTI, *Note sul diritto di informazione e d'ispezione del socio*, cit., 65 ss.; unitamente a G. ROSSI, *L'informazione societaria e l'organo di controllo*, in *L'informazione societaria*, Atti del Convegno Internazionale di Studi, Venezia, 5-6-7 novembre 1981, a cura di Alvisi, Balzarini e Carcano, Milano, Giuffrè, 1982, 96 e CHIARAVIGLIO, *L'informazione in assemblea*, in *L'informazione societaria*, cit., 659 ss. Per ampi riferimenti anche al diritto vivente si v. STAGNO D'ALCONTRES, *Informazione dei soci e tutela degli azionisti di minoranza nelle società quotate*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, 316 s., segn. nt. 11 e 15.

Un ulteriore limite a tale diritto, che potrebbe estendersi anche in relazione all'informazione che nulla abbia a che vedere con il contesto strettamente assembleare, viene individuato nel diritto della società alla riservatezza in tutti quei casi in cui la diffusione all'intera collettività dei soci di un'informazione prima comunicata solo ad alcuni (verosimilmente a quello di controllo o agli investitori istituzionali) potrebbe collidere con l'interesse sociale: di questo avviso è, tra gli altri, CASELLA, *L'informazione in assemblea*, in *L'informazione societaria*, Atti del Convegno Internazionale di Studi, cit., 646 ss. Il profilo è approfondito *infra*, cap. 2, §§ 3 e 5, nonché cap. 3, sezz. 2 e 3.

La svolta disamina in chiave causale circa i limiti oggettivi e tempistici dell'assemblea rende già di per sé chiaro come non sia utile impostare l'indagine secondo lo schema preliminare di verifica della (in)compatibilità dei flussi informativi asimmetrici rispetto alla struttura corporativa del tipo azionario e quindi della loro preclusione in radice. In particolare, non può dirsi sussistente uno "svuotamento" o "esautoramento" del ruolo dell'assemblea, anzitutto perché le materie oggetto dei dialoghi sono essenzialmente differenti rispetto a quelle sulle quali l'assemblea è chiamata a deliberare ed è proprio in ragione dei limiti della stessa assemblea che si sono sviluppati i flussi informativi selettivi, sicché appare finanche ovvio che non confliggano con l'assemblea.

Inoltre, il problema non rimane neppure aperto con riguardo al monitoraggio *preventivo* in relazione alle operazioni straordinarie che comportano una modificazione statutaria e quindi richiedono l'intervento dell'assemblea in sede straordinaria (art. 2365 c.c.), perché in quel caso, in linea con quanto si vedrà più ampiamente nel prosieguo, la *necessità* di questo confronto nasce dal diritto azionario comune, che configura un dovere o talvolta una facoltà degli amministratori in tal senso, o comunque da quello dei mercati finanziari, e si fa riferimento ai sondaggi di mercato disciplinati dall'art. 11 reg. MAR, dal quale discende invece una facoltà al riguardo ⁽⁸⁸⁾, per cui non può dubitarsi che ciò sia consentito ⁽⁸⁹⁾. Piuttosto, quello che è stato importante fare risulta essere l'utilizzo del dato empirico della perdita di centralità del ruolo dell'organo assembleare per ricostruire le cause del fenomeno del controllo dei soci sull'amministrazione.

A rigore, neppure quanto si dirà in prosieguo sul *black-out period* come limite, ancorché tra l'altro non esclusivamente connesso all'assemblea ⁽⁹⁰⁾, può inquadrarsi quale blocco delle comunicazioni dovuto alla salvaguardia della struttura corporativa tipica dell'emittente e quindi funzionale a evitare la perdita di centralità dell'organo assembleare, trattandosi di un istituto essenzialmente volto a scongiurare la diffusione di informazioni *material* nei periodi immediatamente precedenti a quelli di diffusione al pubblico di tali informazioni, evitando che alcuni soggetti possano beneficiarne in anticipo. Inoltre,

⁽⁸⁸⁾ *Infra*, cap. 3, sez. 2.

⁽⁸⁹⁾ In senso differente si orienta invece GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, cit., 72-82, il quale dedica ampio spazio alla trattazione volta a escludere che i dialoghi selettivi possano trovare un elemento giuridicamente ostativo nell'assemblea, pur riconoscendo però l'esistenza della disciplina dei sondaggi di mercato (in relazione alle operazioni di competenza dell'assemblea straordinaria), la quale già da sola depone nel senso della legittimità, quantomeno parziale, del fenomeno.

⁽⁹⁰⁾ Considerato che si riferisce anche ai periodi precedenti alla pubblicazione dell'informazione continua, che non riguarda il contesto assembleare. *Infra*, cap. 3, sez. 3, § 6.

anche prescindendo dalla materialità delle informazioni, il limite alla diffusione di informazioni selettive in questi momenti potrebbe rilevare in senso ostativo, stante la mancanza di utilità nel diffondere asimmetricamente un'informazione che a breve sarà di pubblico dominio e della mancanza di un interesse sociale che giustifichi una simile condotta; oltre alla circostanza che in simili casi, tornando alla prospettiva del mercato finanziario, non potrebbe dirsi sussistente quella «stretta necessità» richiesta dal regolamento sugli abusi di mercato al fine di rientrare nel regime di esenzione.

Altro problema che finisce in fondo per depotenziare l'assemblea degli azionisti di società quotata è che nella stessa pare essere inibita la comunicazione a tutti i soci da parte degli amministratori di informazioni *price sensitive* a seguito della richiesta formulata da alcuni azionisti. È da considerare che le informazioni *material* normalmente non si pongono in rapporto di strumentalità rispetto agli oggetti sui quali in assemblea per legge viene esercitato il diritto di voto, trattandosi di profili strettamente attinenti alla gestione e che quindi non possono essere oggetto di richiesta e neppure di comunicazione in questa sede ⁽⁹¹⁾. A ciò si aggiunga che in un simile caso non è chiaramente possibile assicurare una *contestuale* diffusione dell'informazione a tutta la platea degli investitori anche solo potenziali, che non partecipano all'assemblea, tanto è vero che la soluzione negativa è stata reputata preferibile, secondo una lettura particolarmente rigida del principio di parità informativa nel contesto degli emittenti ⁽⁹²⁾.

⁽⁹¹⁾ Così pure D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, cit., 307.

⁽⁹²⁾ Si cfr. MARCHETTI, *In tema di funzionamento dell'assemblea: problemi e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2001, 122: «In assemblea non pare consentito offrire informazioni o documenti ulteriori rispetto a quelli depositati a disposizione del pubblico ove questi siano rilevanti ai sensi dell'art. 114 T.u.f. per il pubblico senza il rispetto delle modalità di diffusione di tale tipo di dati ed informazioni. La platea dei soci di una società quotata non costituisce una porzione di pubblico privilegiata rispetto alle informazioni rilevanti. Ritengo quindi in contrasto con la disciplina dell'informazione, ad esempio, la divulgazione in anteprima in assemblea della relazione semestrale, di situazioni trimestrali, di altri dati di periodo, di fatti *price sensitive* in generale. Mi pare pertanto inevitabile che la divulgazione assembleare sia contestuale alla divulgazione al mercato nelle forme prescritte e sia preceduta, ove sia prescritto, dalla comunicazione alla Consob». Analogamente si v. BELVISO, *L'informazione dei soci nelle società con azioni quotate (art. 130 d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58)*, in *Riv. soc.*, 2000, 860 e F. MUCCIARELLI, *L'informazione societaria: destinatari e limiti posti dalla normativa in materia di insider trading*, in *Riv. soc.*, 1999, 762; ABBADESSA, *Nuove regole in tema di procedimento assembleare*, in *Riv. soc.*, 2002, 117, per cui «ove gli amministratori, a seguito della richiesta di un socio, si vedano tenuti a rivelare un'informazione con le cennate caratteristiche, allo scopo di conciliare i due doveri configgenti, devono richiedere un aggiornamento dei lavori assembleari, onde procedere immediatamente alla pubblicizzazione dell'informazione privilegiata».

5. *La portata informativa delle delibere consultive per completare la ricostruzione dei confini del controllo assembleare: il say on climate.*

A completamento dell'analisi sulla dimensione assembleare del controllo gestorio dei soci e sui relativi limiti, è necessario prendere in esame il voto consultivo, ossia non vincolante⁽⁹³⁾, che si pone tuttavia in controtendenza rispetto alla perdita di centralità dell'assemblea degli azionisti, della quale sono state già identificate le principali cause. In questa direzione è emblematica la diffusione di delibere consultive, soprattutto quelle in materia climatica, fenomeno noto come *say on climate*, e quindi il correlato rafforzamento del ruolo anche informativo dell'assemblea, che peraltro già in precedenza era avvenuto con la previsione da parte del legislatore di voti consultivi (e poi anche vincolanti) sulle remunerazioni del *board*⁽⁹⁴⁾.

È proprio l'incertezza della portata giuridica di materie particolarmente delicate come lo sviluppo sostenibile, e quindi il timore di azioni di responsabilità contro gli amministratori o di revoche per giusta causa dal loro ufficio, che determina la necessità di interloquire con la base sociale, malgrado si rientri indubbiamente nella riserva esclusiva di competenza gestoria. Pare che per fare ciò si sia in certi casi preferito il contesto assembleare e in particolare lo strumento consultivo.

Occorre però succintamente acclarare se queste forme di voto siano legittime, anche considerato che, in primo luogo, qualora la risposta sia affermativa potrebbero esservi degli eventuali impatti sul controllo extrassembleare non paritario e che, in secondo luogo, tale fenomeno è allo stato privo di alcuna specifica disciplina. Infatti, neppure la proposta di direttiva della Commissione relativa alla *Corporate Sustainability Due Diligence*⁽⁹⁵⁾ si occupa di *say on climate*, se non in via mediata tramite il *say on pay*⁽⁹⁶⁾.

⁽⁹³⁾ Di contro, il voto vincolante, e quindi anche tutto il tema delle competenze assembleari implicite, è una forma di controllo non solo informativo, ma anche strettamente decisorio (si v. *supra*, nt. 14, ove viene citata la dottrina tedesca sull'ambiguità del termine "controllo", oltreché nt. 85).

⁽⁹⁴⁾ Si fa riferimento all'art. 123-ter, commi 3-bis, 3-ter, 4 e 6, t.u.f., anche come riformato dal d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49, il quale ha previsto il voto *vincolante* sulla politica di remunerazione, che si inquadra tecnicamente alla stregua di una delibera di approvazione e non come autorizzazione, atteso che l'approvazione chiude il percorso di un certo atto, in linea con quanto accade ad esempio per i conti annuali.

⁽⁹⁵⁾ Tra i contributi dedicati alla detta proposta di direttiva si v. ENRIQUES, *The European Parliament Draft Directive on Corporate Due Diligence and Accountability: Stakeholder-Oriented Governance on Steroids*, in *Riv. soc.*, 2021, 319 ss.; MARCHETTI, *Il bicchiere mezzo pieno*, in *Riv. soc.*, 2021, 336 ss.; STELLA RICHTER jr, *Corporate Sustainability Due Diligence: noterelle semiserie su problemi serissimi*, in *Riv. soc.*, 2022, 714 ss.

⁽⁹⁶⁾ Secondo il meccanismo consistente nel parametrare le retribuzioni al raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità. Si cfr. l'art. 15, par. 3, della proposta di direttiva che interconnette la parte variabile delle retribuzioni degli amministratori ai risultati che questi sono in grado di perseguire in ordine alla lotta

Tale dato conferma che, ove pure la versione definitiva si mantenesse aderente alla proposta, non vi sarebbe una diretta norma sul *say on climate* e ci si dovrebbe muovere in uno spazio vuoto di specifico diritto. Il che avvalorava la necessità e l'importanza di verificare se, ed eventualmente in che modo, sia allo stato possibile prevedere un voto consultivo sulle politiche strategiche ambientali, considerato che vi sono dei casi anche in Italia⁽⁹⁷⁾, sicché si tratta di un argomento in cui l'esperienza giuridica è andata più avanti rispetto all'impianto dogmatico che la dottrina è chiamata a costruire, con la necessità di colmare questo iato.

A partire dalla riforma del 2003, pur in assenza di specifiche analisi empiriche, il voto consultivo non sembra essere stato utilizzato con frequenza al di fuori delle ipotesi disciplinate dalla legge, verosimilmente anche a causa delle incertezze sottese al quadro normativo novellato in ordine all'ammissibilità del medesimo (legittimità o meno, effetti, limiti, legittimazione all'iniziativa e via seguitando). Questo dato trova del resto implicita conferma nell'ampia diffusione dei flussi informativi extrassembleari che fanno da *pendant* ai già visti limiti dell'assemblea, anzitutto di tipo oggettivo (competenze), ma anche tempistici ed economici, considerato che non è possibile effettuare convocazioni con la stessa frequenza con cui si dialoga selettivamente.

al cambiamento climatico e cioè «alla strategia aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società». Si inseriscono quindi i criteri di sostenibilità anche ambientale nelle remunerazioni, in modo che queste ultime diventino un fattore propulsivo anche in tale direzione. Da rilevare, peraltro, che già prima della citata proposta di direttiva, l'art. 123-ter, comma 3-bis, t.u.f. si strutturava su una tecnica analoga: esso dispone che la politica di remunerazione debba contribuire alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società, anche illustrando le modalità con cui questo contributo si concretizza.

⁽⁹⁷⁾ Si tratta di Mundys s.p.a. (già Atlantia s.p.a.), che nel 2022 ha elaborato un *Climate Action Plan* sottoposto al voto consultivo degli azionisti, registrando oltre il 98% di voti favorevoli. Il piano è reperibile su www.mundys.com ed è stato redatto in ossequio alle linee guida della TCFD (*Task Force on Climate-Related Financial Disclosures*) e avrebbe la funzione di spiegare il modo in cui il tema del cambiamento climatico venga a inquadrarsi nel più vasto contesto della *governance*, della mappatura e gestione dei rischi derivanti dall'innalzamento delle temperature, nonché dell'individuazione di opportunità conseguenti alla transizione verso un'economia *low-carbon*. Gli obiettivi individuati possono essere così enucleati: (i) riduzione a zero delle emissioni nette dirette (*scope 1 & 2*) entro il 2040, ossia dieci anni prima rispetto a quanto stabilito dall'accordo di Parigi; (ii) transizione verso il consumo di energia elettrica derivante al 100% da fonti rinnovabili entro il 2040; (iii) riduzione del 22% dell'intensità delle emissioni indirette (*scope 3*) derivanti dall'accesso agli aeroporti e dall'acquisto di materiali per la manutenzione stradale entro il 2030, corrispondenti a oltre l'80% delle emissioni indirette rilevanti. Si v. anche la segnalazione di MARCHETTI, *Il primo caso italiano di "say on climate"*, in *Riv. soc.*, 2022, 648 s. Anche Eni s.p.a. aveva deciso di introdurre in assemblea il voto consultivo sulla strategia climatica, come si legge in DOMINELLI, *Eni, nessuna frenata nella transizione verde - E i soci diranno la loro (intervista alla presidente di Eni, Lucia Calvosa)*, in *Il Sole 24 Ore, Finanza e mercati*, 13 luglio 2022, ancorché nell'assemblea generale del 10 maggio 2023 non sia stata posta all'ordine del giorno nessuna delibera in materia.

Al di là della sua vastità ed eterogeneità di profili, il tema presenta risvolti anche strettamente giuridici, atteso che solleva complesse questioni di raccordo con la teoria generale del diritto societario, in particolare quanto ai rapporti tra organo gestorio e assemblea.

In questa sede non è necessario soffermarsi diffusamente sul rapporto dei voti consultivi rispetto alla riserva esclusiva di competenza sulla gestione in favore dell'organo amministrativo⁽⁹⁸⁾, essendo sufficiente rilevare che non vi sia alcuna violazione di tale ultimo principio, proprio perché questo tipo di pareri (sul clima, così come su altri argomenti rientranti nel perimetro amministrativo), in quanto tali non vincolanti⁽⁹⁹⁾, non integrano di per sé in senso stretto esercizio del potere di gestione, considerato che la scelta rimane comunque di spettanza del consiglio di amministrazione, che è libero di porla o meno in essere⁽¹⁰⁰⁾, ferma restando comunque la necessità di motivare lo scostamento dal voto consultivo⁽¹⁰¹⁾. Ecco allora che la detta riserva preclude solo la previsione di

⁽⁹⁸⁾ È evidente che il *say on climate* verta su scelte amministrative e sia allora necessario valutare come si possa raccordare con l'art. 2380-bis, comma 1, c.c.

⁽⁹⁹⁾ In senso conforme, si v. ABBADESSA, *Assemblea ed 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 Cariello, Milano, Giuffrè, 2011, 20 s., che ammette il potere dell'organo amministrativo di provocarlo pur in assenza di una previsione statutaria specifica, proprio perché non impatta sull'*iter* deliberativo che resta di dominio dell'organo amministrativo.

⁽¹⁰⁰⁾ Questa soluzione appare chiara ove si definisca l'esatta portata, anche concettuale, del potere gestorio, ricordando che con esso s'intende «il potere di *decidere* in merito al compimento degli atti di amministrazione dell'impresa sociale» (corsivo aggiunto). In termini generali, si cfr. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, in *Trattato di diritto commerciale*, fondato da Buonocore e diretto da Costi, Sez. IV, Tomo 4.VI, Torino, Giappichelli, 2019, 51; analogamente si pone ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nella società per azioni. Profili organizzativi*, Milano, Giuffrè, 1975, 1 s., il quale individua nella gestione «l'attività spiegata in funzione dello svolgimento dell'iniziativa economica dell'imprenditore. Per una declinazione specifica del ragionamento in relazione ai voti consultivi, volendo, si può leggere ORCIANI, *Il ruolo dell'assemblea degli azionisti nello sviluppo delle politiche di sostenibilità: say on pay, say on climate*, cit. È anche possibile menzionare, seppure con opportuni adattamenti, il percorso logico svolto da quanti si sono occupati dei dialoghi selettivi tra amministratori e azionisti: «nel modello legale la conduzione dell'impresa (la "gestione") spetta agli amministratori e non ai soci in via diretta, né, in via di principio, ad altri organi. Il dialogo selettivo riconosce agli azionisti uno strumento di influenza che, almeno in determinate situazioni, può entrare in conflitto con la scelta di attribuire il potere gestorio in via esclusiva all'organo amministrativo. Questa tensione si verifica soprattutto con riferimento alle forme di dialogo "preventive", finalizzate a orientare le decisioni dell'organo amministrativo attraverso la consultazione dei soci su atti od operazioni ancora da compiere». Così GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, cit., 70.

⁽¹⁰¹⁾ In questa direzione si v. CODAZZI, *Il voto degli azionisti sulle politiche di remunerazione degli amministratori: la disciplina italiana e il modello comunitario di "say on pay"*, in *Orizz. dir. comm.*, 2016, 15; ABBADESSA, *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, cit., 20 s.; BRUNO, BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedure, risultati, prospettive*, in *Riv. soc.*, 2014, 1283, i quali individuano nella motivazione mancante o inadeguata una causa di eventuale revoca dall'ufficio, unitamente alla violazione di obblighi di diligenza o di un conflitto di interessi e quindi una responsabilità degli amministratori; di tale avviso sono pure BENTIVEGNA, *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123-ter t.u.f.*, in *Riv.*

voti vincolanti, che richiederebbero un intervento normativo *ad hoc*, non essendo sufficiente neppure una loro introduzione per via statutaria ⁽¹⁰²⁾.

Nell'ambito di un ulteriore e preliminare vaglio di ammissibilità del voto consultivo sul clima è altresì necessario confrontarsi con il principio di stretta tipicità delle competenze assembleari che ne pone un *numerus clausus* in cui non si fa cenno alle delibere di interesse. Il profilo non dovrebbe creare problemi, atteso che quella consultiva è una competenza *sui generis* e non in senso stretto, che a rigore non pare neppure farsi rientrare nel concetto di competenza, considerato che quando il legislatore ha utilizzato questo lemma, lo ha fatto per individuare delibere decisorie o comunque idonee a vincolare gli amministratori ⁽¹⁰³⁾.

dir. impr., 2011, 277 ss.; DEL LINZ, *La disciplina sui compensi dei manager nelle società quotate e l'esame delle prime relazioni sulla remunerazione*, in *Banca, impr., soc.*, 2012, 468 ss.; M. RABITTI, SPATOLA, *Commento all'art. 123-ter t.u.f.*, in *Commentario al T.u.f.*, a cura di Fratini, Gasparri, Torino, Utet, 2012, II, 1704 ss. Depongono nello stesso senso il ruolo e la finalità dell'art. 2380-bis, comma 1, c.c., volti in sostanza a sancire la responsabilità esclusiva dell'organo amministrativo anche relativamente a qualsivoglia delibera assembleare in campo gestorio: si cfr. GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, cit., 84 ss., ove ampi riferimenti bibliografici. A riprova di quanto rilevato si pone pure la locuzione «ferma in ogni caso la responsabilità» degli amministratori contenuta nell'art. 2364, comma 1, n. 5, c.c.

⁽¹⁰²⁾ Ciò perché costituirebbe una vera e propria deroga al visto principio di esclusività del potere amministrativo. Infatti, è stato ricordato che nella s.p.a. la piena competenza e responsabilità degli amministratori in materia di gestione, rinvenibile nel combinato disposto degli artt. 2380-bis, comma 1 e 2364, comma 1, n. 5, c.c., «ben difficilmente potrebbe conciliarsi con una soluzione che precluda agli amministratori di riesaminare l'operazione anche dopo il voto assembleare, valutando in ogni momento, e fino all'intervenuta esecuzione, la sua conformità all'interesse sociale». In tal modo si orienta ABBADESSA, *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, cit., 20 s.

Si aggiunge poi che neppure il ricorso alla nota teoria delle competenze implicite dell'assemblea, quale deroga alla riserva esclusiva di competenza degli amministratori, potrebbe verosimilmente consentire di affermare la legittimità di una delibera sul clima avente contenuto decisorio, quindi vincolante, dovendosi anche escludere a monte la configurabilità di un dovere degli amministratori di convocare l'assemblea. Tale assunto si può spiegare in ragione dei limiti che gli amministratori incontrano nel perseguimento del successo sostenibile, in quanto ciò che allo stato della legislazione risulta consentito è solo il lucro sostenibile, vale a dire il differimento temporale del profitto nel lungo periodo, con una sua contrazione esclusivamente momentanea e circoscritta allo *short term*, cui seguirà un bilanciamento prospettico, siccome si eviteranno contrazioni future legate alle problematiche ambientali e sociali. Si tratta di profili che lasciano forse propendere nel senso per cui siffatta tipologia di sostenibilità non sia invero idonea a integrare il paradigma posto alla base delle stesse competenze non scritte dell'organo assembleare, ossia una decisione di ordine primordiale e pertanto capace di sortire un pesante effetto sulla struttura dell'impresa e sugli interessi patrimoniali degli azionisti, pregiudicando l'attività sociale ordinariamente svolta e deviando dalla stessa in modo sostanziale. Il che suggerisce di non soffermarsi più ampiamente, né di prendere posizione, sull'ampio e articolato dibattito circa la condivisibilità o meno, successivamente alla riforma, della teoria delle competenze implicite.

⁽¹⁰³⁾ Si vuole altresì precisato che il riferimento alle competenze assembleari implicite non può essere utilizzato neppure in relazione al voto consultivo, in quanto, come spiegato nella nota precedente, mancherebbe il carattere primordiale delle decisioni e inoltre perché si tratta di un'elaborazione posta semmai a fondamento di deliberazioni decisorie. Vi è inoltre una ragione favorevole alla posizione assunta e forse ancora maggiormente convincente: è del tutto fisiologico che il voto consultivo esuli rispetto alle materie dell'art. 2364 c.c., in quanto se fosse riferito a queste ultime sulle quali l'assemblea vota già di per sé non avrebbe alcun senso rilasciare un parere formalizzato. Questo fa sì che tale tipologia di deliberazione si spieghi esclusivamente su materie che non sono di competenza dell'organo che esprime il voto.

Ora, avendo dianzi chiarito che il voto consultivo non si pone in violazione del principio di esclusività delle competenze gestorie in capo agli amministratori ⁽¹⁰⁴⁾, sicché può immediatamente accantonarsi l'idea che tale forma di voto in materia di strategia climatica faccia capo a una riserva di legge, in quanto non si tratta in realtà di derogare o comunque modificare un postulato tipologico della società azionaria, quale è quello di cui all'art. 2380-*bis*, comma 1, c.c. ⁽¹⁰⁵⁾. Almeno da questa angolatura, siffatta forma di deliberazione potrebbe dunque trovare spazio a prescindere da uno specifico intervento normativo.

Diviene allora necessario vagliare la legittimità del *say on climate* consultivo in assenza di un'espressa e settoriale disposizione di legge che lo preveda, muovendo in prima battuta dalla ricostruzione del modello legale. Si deve fare capo ancora una volta al principio di esclusività delle competenze gestorie risalente al 2003, il quale consente in sostanza anche di spiegare, quantomeno dalla prospettiva del legislatore delegato, la ragione delle differenze rispetto al previgente art. 2364 c.c. ⁽¹⁰⁶⁾, sì da valutarne l'effettiva portata. In particolare, il n. 5 della citata disposizione ha radicalmente riformato le modalità assembleari di intervento sulla gestione della società, riducendole drasticamente: si consente, limitatamente a quanto qui interessa, che l'assemblea deliberi soltanto sulle autorizzazioni eventualmente richieste dallo statuto per il compimento di atti degli amministratori, mantenendo «ferma in ogni caso» la responsabilità di questi per gli atti

⁽¹⁰⁴⁾ Il quale risulta inderogabile, al netto di tutte quelle ipotesi contemplate espressamente dalla legge o dalla stessa implicitamente desumibili (siccome profondamente incidenti sulla struttura economica e finanziaria della compagine sociale), in cui sono ammesse eccezioni. Non pare però consentito fare leva su tali deroghe in un certo senso codificate e da ciò inferire il carattere dispositivo del principio *de quo*, ossia l'ammissibilità di pratiche *allo stato* non disciplinate dal legislatore, quali possono essere il voto sul piano di azione climatica ovvero, per citare altri casi, i flussi informativi selettivi frutto dell'*engagement* degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi; è forse più semplice e convincente dimostrare in radice come tali pratiche non integrino di per sé esercizio di potere gestorio e pertanto non si pongano in frizione rispetto all'assioma dell'esclusività delle competenze degli amministratori. Offre una ricostruzione in parte differente GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, cit., 91 ss.: l'a. conclude nel senso che la gestione non spetti esclusivamente agli amministratori, ripercorrendo le varie deroghe *legali* a tale principio e da ciò traendo la derogabilità dello stesso in mancanza di un intervento del legislatore o della riconducibilità dell'operazione al novero delle competenze assembleari implicite, come è a dirsi in relazione alle comunicazioni extrassembleari soltanto con taluni azionisti, che troverebbero in ciò un ulteriore argomento in senso non impeditivo.

⁽¹⁰⁵⁾ Questo costituisce il tratto differenziale del tipo, atteso che diversamente nella s.r.l. all'esercizio del potere di gestione possono concorrere anche i soci, essendo consentita la rimessione di una decisione gestoria ai quotisti (art. 2479, comma 1, c.c.).

⁽¹⁰⁶⁾ L'introduzione del principio sancito dall'art. 2380-*bis*, comma 1, c.c. ha infatti condotto il legislatore all'eliminazione delle ampie competenze gestorie in precedenza riconosciute all'assemblea, con la previsione di forme assolutamente meno pervasive. Così ABRIANI, *Commento all'art. 2476 c.c.*, in *Commentario del codice civile, Delle società. Dell'azienda. Della concorrenza* (artt. 2452-2510), a cura di Santuosso, Torino, Utet, 2015, 672 s.

compiuti⁽¹⁰⁷⁾. Emerge dunque, rispetto al contesto anteriore alla riforma, l'eliminazione della *facoltà* degli amministratori di sottoporre alla decisione dell'assemblea oggetti attinenti alla gestione dell'impresa⁽¹⁰⁸⁾, ossia, a voler utilizzare la stessa lettera della legge⁽¹⁰⁹⁾, quella competenza per cui l'assemblea ordinaria «delibera[va] sugli altri oggetti attinenti alla gestione della società [i] riservati alla sua competenza dall'atto costitutivo, [ii] o sottoposti al suo esame dagli amministratori», con un potere di iniziativa che quindi era riservato ai gestori e precluso ai soci⁽¹¹⁰⁾.

È chiaro che questa eliminazione, se non altro a primo impatto, sembrerebbe erigere un'invalicabile barriera preclusiva del voto consultivo al di fuori delle esigue ipotesi regulate per legge. Ampia parte della dottrina che se ne è occupata, seppure in via generale, ha espresso forti dubbi su questo profilo; infatti, è stato scritto che «la modifica dell'art. 2364 c.c., introdotta dalla riforma del 2003, parrebbe impedire l'adozione di qualsiasi

⁽¹⁰⁷⁾ Tale mancato esonero da responsabilità degli amministratori verso la società è sicuramente quanto più opportuno a fronte di una non corretta, incompleta e non sempre comprensibile informazione degli azionisti circa l'assunzione di una deliberazione su un atto di gestione. Si tratta di un principio per la cui implementazione il legislatore delegato sembra tuttavia avere offerto una lettura della regola di esclusività delle competenze gestorie più ampia rispetto a quanto necessario per garantire la piena e inderogabile responsabilità del consiglio di amministrazione, atteso che non era a tal fine necessario operare una così radicale riduzione delle competenze assembleari. Di questo avviso è anche CALANDRA BUONAURA, *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 538, che evidenzia come nel vigore della precedente disciplina tale esonero venisse invece inferito dal principio del *venire contra factum proprium* con riferimento alla necessaria competenza assembleare per la proposizione dell'azione di responsabilità, ma che ciò era stato superato già mediante la previsione di una legittimazione per la minoranza a esperire l'azione sociale di responsabilità. Tratta di «abusi nell'attuazione della legge delega» e di «equivoci del legislatore storico», PORTALE, *Rapporti tra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, *Assemblea - Amministrazione*, t. 2, Torino, Utet, 2006, 5 e 10 s. Si può affermare che per realizzare l'obiettivo dell'esclusività della responsabilità non fosse necessario prevedere anche l'esclusività delle competenze, in tal modo mantenendo ferma la possibilità di riservare all'assemblea la piena decisione su particolari atti di gestione. Dello stesso avviso è anche ABBADESSA, *L'assemblea nella s.p.a.: competenza e procedimento*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 542 s.

⁽¹⁰⁸⁾ Si trattava del previgente art. 2364, comma 1, n. 4, c.c., che prevedeva anche un ulteriore istituto ai fini di cui al testo, ossia la riserva statutaria di competenza. Per ogni più ampio riferimento sul sistema dei rapporti tra organo amministrativo e assemblea si rinvia a CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenza dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1985, *passim*, nonché ad ABBADESSA, *L'assemblea: competenza*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 3*, Torino, Utet, 1993, 13 ss. Significativa è anche la *Relazione* al d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 (pubblicata in *Riv. soc.*, 2003, 122 s.), ove si legge che: «si è profondamente innovato riguardo alla materia già regolata dall'art. 2364, n. 4, del codice civile [...]. Gli amministratori non possono, di propria iniziativa, sottoporre all'assemblea le operazioni attinenti alla gestione sociale; si è solo ammesso che lo statuto possa richiedere che l'assemblea autorizzi gli amministratori al compimento di determinate operazioni, ma si è precisato che resta ferma in ogni caso la responsabilità degli amministratori per gli atti compiuti, quantunque autorizzati dall'assemblea. Si è così evitato che, come in passato poteva accadere, nessuno risponda di una data operazione».

⁽¹⁰⁹⁾ Il che sarà utile per fondare le considerazioni che si svolgeranno innanzi.

⁽¹¹⁰⁾ Sul punto si rinvia *infra*, § 6, ove anche riferimenti bibliografici.

delibera in materia gestionale, anche nella forma di semplice “*precatory resolution*” non vincolante»⁽¹¹¹⁾, pur avvertendo però la necessità di invocare i generali principi di buona *governance* per fondare una lettura correttiva del modello di rapporti tra organo amministrativo e assemblea⁽¹¹²⁾.

Pur essendo certamente condivisibile lo scopo di questo tipo di interpretazione, non si può tuttavia negare che ciò lasci pur sempre ampi margini di incertezza, perché appunto la scelta del legislatore⁽¹¹³⁾, pur criticabile, sembrerebbe chiara e in quanto tale non potrebbe essere adattata in base ai principi generali. Tutto questo, trasposto all’attualità, si teme possa creare ostacoli al *say on climate* e conseguenti problemi anche dal punto di vista del contenzioso che potrebbe insorgere, considerato che non vi è unanimità di vedute circa l’impugnabilità delle delibere consultive, nonostante risulti preferibile sostenere che le stesse non siano suscettibili di essere invalidate.

⁽¹¹¹⁾ Così CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 874 s.

⁽¹¹²⁾ Si v. ID., *I modelli di amministrazione e controllo*, cit., 539, secondo il quale l’interpretazione letterale dell’eliminazione della detta facoltà degli amministratori «priva i soci di una tutela preventiva rispetto al compimento di operazioni che possono incidere gravemente sui loro diritti e sul valore della loro partecipazione e per le quali non è previsto il ricorso all’*exit* [...], dall’altro, non consente neppure agli amministratori di subordinare il compimento di dette operazioni al preventivo consenso dei soci, in omaggio ai principi di correttezza e trasparenza». Dello stesso avviso è anche MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari “consultive” nella società per azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2014, I, 159 s., che adotta la posizione per cui l’interpretazione adeguatrice non derogherebbe il principio dell’esclusiva competenza e responsabilità degli amministratori per la gestione dell’impresa. Sempre nel senso dell’ammissibilità di una spontanea sottoposizione dell’atto di gestione da parte degli amministratori al parere assembleare non vincolante, si cfr. BRUNO, *Il ruolo dell’assemblea di s.p.a. nella corporate governance*, Padova, Cedam, 2012, 80 ss., che invoca anche il dovere di agire in modo informato; RESCIO, *L’assemblea e le decisioni dei soci*, in *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, a cura di S. Rossi, Milano, Giuffrè, 2003, 89 ss.; SARALE, *Il nuovo volto dell’assemblea sociale*, in *La riforma delle società. Profili della nuova disciplina*, a cura di Ambrosini, Torino, Giappichelli, 2003, 35 ss.; ABBADESSA, MIRONE, *Le competenze dell’assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, 269 ss.; CERRATO, *Il ruolo dell’assemblea nella gestione dell’impresa: il “sovrano” ha veramente abdicato?*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, II, 133, 147; PETRAZZINI, *Commento agli artt. 2364-2364-bis c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, Bologna, Zanichelli, 2004, 469 ss.

Di avviso contrario a questo *modus interpretandi* (e quindi a favore dell’impossibilità di sottoporre operazioni gestionali al voto degli azionisti nel modello legale) è LIBONATI, *Assemblea e patti parasociali*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I, 463 s., ove si evidenzia «la scomparsa della facoltà per gli amministratori di sottoporre atti di gestione all’esame dell’assemblea, facoltà, questa, che il nuovo testo dell’art. 2364 non prevede e perciò non consente, specie se si ricordi il precetto di cui all’art. 2380-bis»; MELONCELLI, *Commento all’art. 2364 c.c.*, in *La riforma delle società*, a cura di Sandulli, Santoro, Giappichelli, 2003, I, 253 ss. Su una posizione ancora differente si è attestato AMBROSINI, *L’amministrazione e i controlli nella società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 310, il quale ritiene necessario un intervento dell’autonomia statutaria «abilitante», che introduca una facoltà degli amministratori per la richiesta di pareri consultivi. Seppure con riferimento al sistema dualistico, esprime una riserva verso la possibilità di estendere la categoria delle deliberazioni consultive oltre ai casi previsti dalla legge, PORTALE, *Amministrazione e controllo nel sistema dualistico delle società bancarie*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, I, 36.

⁽¹¹³⁾ Fatta palese anche dalla *Relazione* al d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 (pubblicata in *Riv. soc.*, 2003, 122 s.).

In questo contesto e con i detti obiettivi, si cercherà di proporre una lettura alternativa dal punto di vista della motivazione (fermo naturalmente il risultato di consentire i voti selettivi nel modello legale) e forse in grado di assicurare una maggiore certezza del diritto.

Per evitare di essere tratti in inganno, non è inutile sottolineare che ci si trova di fronte a delibere con *efficacia consultiva* (i.e. non vincolante il consiglio di amministrazione quanto alla fase esecutiva) ⁽¹¹⁴⁾, così da tenerle distinte da quelle con *efficacia decisoria* (e quindi vincolanti per gli amministratori, che sono tenuti a darvi esecuzione, salvo i casi in cui siano invalide o comunque illegittime) ⁽¹¹⁵⁾.

Sulla scorta di queste premesse, l'interpretazione che si fornisce è strettamente letterale e ruota attorno al verbo «delibera» (contenuto nel previgente n. 4), che, quantomeno in via generale e a prescindere da questo contesto, può assumere sia significato *decisorio* che *consultivo* ⁽¹¹⁶⁾. Se si intende fare leva su tale punto per sostenere la tesi favorevole all'ammissibilità di delibere consultive anche *post* riforma, diventa fondamentale dimostrare che la “deliberazione” nell'ambito del citato n. 4 potesse avere solo senso decisorio (e non consultivo) ⁽¹¹⁷⁾: questa conclusione si può trarre considerando che il verbo è unico e funge da “matrice” per ambedue i casi prospettati dalla norma, ossia quello sulla *riserva*

⁽¹¹⁴⁾ Queste delibere presentano un oggetto che può dirsi “complesso”, nel senso che a livello “diretto” o “immediato” consiste in un parere non vincolante che, a sua volta, ha normalmente quale oggetto “derivato” o “secondario” un piano climatico. Del resto, il carattere complesso dell'oggetto delle delibere assembleari è comune anche ad altre tipologie, basti pensare a quelle relative al bilancio, in cui esso è dato ad esempio dall'*approvazione* dei conti annuali. Tale particolarità, che potrebbe sembrare finanche ovvia, non deve essere obliterata, in quanto risulta di fondamentale importanza, poiché finisce per “colorare” il deliberato assembleare dal punto di vista effettuale, rendendo palese come in tal caso manchi il connotato “decisorio” strettamente inteso. Sulle varie tipologie di delibere classificate a seconda degli effetti che comportano sull'agire gestorio, ossia quelle aventi effetti decisori in senso tecnico, oppure di approvazione, nonché di autorizzazione di atti di gestione, si v. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari “consultive” nella società per azioni*, cit., 143 ss. (pubblicato anche in *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber amicorum Pietro Abbadessa, diretto da M. Campobasso, Cariello, Di Cataldo, Guerrera, Sciarrone Alibrandi, 1, Torino, Utet, 2014, 819 ss.), nonché in ID., *Commento all'art. 2364 c.c.*, in *Delle società. Dell'azienda. Della concorrenza*, a cura di Santosuosso, Torino, Utet, 2015, 1426 ss. Sulla generale vincolatività delle deliberazioni per gli amministratori, ove essi non le facciano oggetto di impugnazione, si v. STELLA RICHTER jr, *L'inoppugnabilità delle deliberazioni degli organi sociali*, in *Principi, regole, interpretazione. Contratti e obbligazioni, famiglie e successioni. Scritti in onore di Giovanni Furguele*, tomo 1, a cura di Conte e Landini, Mantova, Universitas Studiorum, 2017, 533 ss.

⁽¹¹⁵⁾ Non sembra possa revocarsi in dubbio la natura deliberativa dell'atto anche nel caso in cui abbia ad oggetto voti non vincolanti, considerato che è pure lo stesso legislatore a qualificarle come tali (arg. ex art. 123-ter, comma 6, t.u.f.). Di conforme avviso è MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari “consultive” nella società per azioni*, cit., 152-154; in senso dubitativo si esprime BERTOLOTTI, *Le competenze*, in *Assemblea e amministratori*, a cura di Cavalli, Torino, Utet, 2013, 30 s. Indirettamente contrari sembrano ABBADESSA, MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, cit., 288 s.

⁽¹¹⁶⁾ Ciò in aderenza alla natura deliberativa del voto consultivo, *supra*, nt. 115.

⁽¹¹⁷⁾ Questo perché ove avesse avuto anche valore consultivo (nelle intenzioni dell'originario legislatore) l'eliminazione in sede di riforma del n. 4 senza alcuna precisazione avrebbe eliminato dall'ordinamento pure tale possibilità consultiva.

statutaria di *competenza* (in cui la delibera non può che essere solo decisoria) e quello consistente nella facoltà degli amministratori di sottoporre all'esame dell'assemblea oggetti gestori (in assenza di una clausola statutaria) ⁽¹¹⁸⁾.

In base a ciò emerge che il previgente art. 2364, comma 1, n. 4, c.c. prevedesse in realtà ed esclusivamente una vera e propria facoltà di *trasferimento* di competenza deliberativa in materia gestionale a favore dell'assemblea, dunque una deliberazione assembleare avente efficacia "decisoria" e che l'ammissibilità di delibere consultive si facesse implicitamente e automaticamente discendere a livello interpretativo dato che era consentita quella con effetti più "forti" (decisori), secondo lo schema dell'argomentazione *a fortiori*.

Dall'eliminazione della facoltà per gli amministratori di richiedere deliberazioni assembleari a contenuto decisivo sulla gestione non può trarsi, quale conseguenza automatica, l'inammissibilità nel sistema novellato di deliberazioni consultive; infatti, queste ultime non rappresentano un *minus* rispetto a quelle con efficacia decisoria/vincolante, e quindi non può dirsi che il legislatore avendo estromesso le prime avrebbe giocoforza precluso anche le seconde. E questo per due ragioni abbastanza intuitive: (i) le due delibere risultano profondamente diverse e non sovrapponibili neppure secondo un rapporto di continenza, tant'è che l'eliminazione della possibilità di delibere decisorie non impatta minimamente su quella di utilizzare delibere con effetti più tenui, quali appunto quelle consultive ⁽¹¹⁹⁾; (ii) la *ratio* dell'eliminazione del richiamato n. 4 si rinviene nel principio per cui la gestione spetta esclusivamente agli amministratori o meglio nella regola che vuole in ogni caso questi ultimi responsabili delle deliberazioni assembleari in materie gestorie ⁽¹²⁰⁾.

⁽¹¹⁸⁾ Si v. *supra*, nel testo all'altezza della nt. 109, il virgolettato con la lettera della legge. In senso sostanzialmente analogo può leggersi ABBADESSA, *Competenza dell'assemblea: casistica e principi*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 3*, Torino, Utet, 1994, 19, segn. nt. 37, il quale argomenta tale conclusione in base all'assenza di alcun distinguo nell'art. 2364, n. 4, c.c., sicché «non vi [era] ragione di dubitare che le delibere prese dall'assemblea a seguito di *richiesta* da parte degli amministratori [avessero] la *stessa efficacia di quelle relative a materie riservate* [dallo statuto]», ossia in via generale *vincolante* per gli amministratori, eccettuato il caso in cui comportino la responsabilità degli stessi verso i creditori sociali.

⁽¹¹⁹⁾ Diverso sarebbe stato nel caso opposto di *introduzione* della possibilità di delibere con effetti più ampi (decisori), che avrebbe determinato l'ammissibilità di quelle con effetti minori (consultivi).

⁽¹²⁰⁾ Sarebbe risultato paradossale affermare l'inderogabile responsabilità degli amministratori con riferimento all'esecuzione di una delibera assembleare (che essi sono obbligati a eseguire, salvo le eccezioni già viste), quindi senza una loro discrezionalità nel merito.

In conclusione, il problema delle delibere consultive pare essere un problema differente rispetto a quello dell'eliminazione della menzionata facoltà di trasferimento di competenza e che a esso si collega solo apparentemente, perché l'obiettivo dichiarato della riforma era quello di garantire la responsabilità degli amministratori, e quanto alle delibere consultive è pacifico che tale responsabilità resti ferma ⁽¹²¹⁾.

Appurata nei visti limiti l'ammissibilità del voto consultivo nel modello legale ⁽¹²²⁾, per quanto riguarda la posizione giuridica soggettiva relativa agli amministratori si tratterà di una *facoltà* di dare corso al voto consultivo e non già di un *dovere* di chiedere un parere non vincolante all'assemblea, salvo ipotizzare iniziative dei soci ⁽¹²³⁾.

⁽¹²¹⁾ Per completezza di analisi sia consentito precisare che non pare possa individuarsi un punto di debolezza della tesi sostenuta nel testo (a favore della legittimità del voto consultivo) nell'impostazione di quegli autori che, anteriormente alla riforma, ritenevano non vincolante la delibera assembleare in materia di gestione ogniqualvolta la sua esecuzione avesse determinato una responsabilità degli amministratori verso i creditori sociali. Il riferimento si indirizza, tra gli altri, ad ABBADESSA, *Competenza dell'assemblea: casistica e principi*, cit., 36 ss.; ID., *La gestione dell'impresa nella società per azioni. Profili organizzativi*, cit., 61 ss.; CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea*, cit., 227 ss.; PORTALE, *I bilanci straordinari delle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1978, 378, segn. nt. 123; CAGNASSO, *Gli organi delegati nella società per azioni*, Torino, Giappichelli, 1976, 125 ss., segn. nt. 98. Si trattava di una posizione certamente condivisibile, dalla quale riesce però difficile trarre la conclusione che il n. 4 della versione previgente dell'art. 2364 c.c. non contemplasse una vera e propria delibera avente carattere *decisorio*, ossia un *trasferimento* di competenza gestoria dagli amministratori verso l'assemblea (e che la sua espunzione avrebbe precluso anche le delibere meramente consultive). Questo proprio perché il caso in cui si fatteda deliberazione assembleare "perdeva" il suo carattere *decisorio*, così divenendo non vincolante per gli amministratori (quanto all'esecuzione), era il risultato di un'ipotesi *patologica* e quindi del tutto *eccezionale*, con il corollario che il legislatore attraverso l'abrogazione del citato n. 4 ha semplicemente precluso voti assembleari *vincolanti* (i.e. delibere di tipo *decisorio*) in materia di amministrazione, sicché nulla da tale abrogazione può essere desunto in senso preclusivo del voto consultivo nell'assetto codicistico riformato. Un'ulteriore conferma discende dalla circostanza in base alla quale anche gli stessi aa. citati inquadravano il potere-dovere di rifiutare l'esecuzione delle delibere assembleari lesive degli interessi dei creditori in termini di eccezione, scrivendo appunto che ciò «non equivale affatto ad ammettere che la delibera assembleare possa essere discrezionalmente disattesa, in quanto il diritto di resistenza degli amministratori resta comunque circoscritto ai soli casi in cui l'esecuzione integrerebbe tutti gli elementi di una fattispecie di responsabilità a loro carico, fermo restando che, al di fuori di questa ipotesi, l'obbligo di dar corso alla volontà dei soci non può essere messo in discussione» e rimarcando come non si dovesse arrivare «ad interpretazioni sostanzialmente vanificatrici dell'art. 2364, n. 4, c.c.».

⁽¹²²⁾ Non è quindi necessario ai fini della sua configurabilità trovare l'appiglio volto a ritenerlo consentito tramite una sua riconduzione alle ben più ampie e pervasive autorizzazioni statutarie dell'art. 2364, comma 1, n. 5, c.c. (aventi la funzione di rimuovere un limite ai poteri degli amministratori), secondo un sillogismo che richiama alla mente l'antica *regula juris* «plus semper in se continet quod est minus». Tale modo di argomentare richiederebbe inevitabilmente di transitare per un esercizio dell'autonomia privata.

⁽¹²³⁾ Su cui *infra*, in questo capitolo, § 6. Questa soluzione non sembra destinata a mutare neppure invocando quella posizione elaborata a seguito della riforma, secondo cui non si potrebbe più trattare di competenze implicite, bensì di un «dovere formale di raccordo, che non consiste in una mera consultazione con gli azionisti di riferimento, ma in una vera e propria convocazione assembleare», cui seguirà appunto non una decisione dei soci, bensì semplicemente un parere non vincolante, con la doverosità per gli amministratori di dare voce all'assemblea per una delibera consultiva (si v. ABBADESSA, MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, cit., 305 ss., ove anche ulteriori riferimenti dottrinali). Il punto è che questa impostazione, in linea con quanto si è rilevato *supra*, nt. 102, non sembra applicabile alle delibere sul clima, proprio perché essa risulta comunque basata sul carattere primordiale delle decisioni, che nel caso di

Infine, considerando il ruolo dell'autonomia statutaria, questo potrebbe rappresentare la via per attribuire la doverosità di procedere alle operazioni di voto consultivo da parte degli amministratori. Inoltre, la clausola garantirebbe stabilità e ciclicità al meccanismo, ma verosimilmente dovrebbe essere circoscritta al clima, non essendo ammissibile un generale sindacato anche consultivo degli azionisti sulla gestione ⁽¹²⁴⁾.

6. Il rapporto di complementarità tra voto consultivo ed engagement selettivo.

Dimostrata la legittimità di questi voti consultivi, ci si deve ora domandare se il loro utilizzo risulti invero idoneo a porre in discussione le conclusioni sopra raggiunte con riferimento all'insufficienza dell'assemblea a realizzare un efficace controllo gestorio. Il punto è il seguente: le delibere di cui si tratta possono in concreto trovare spazio esclusivamente ove sugli argomenti oggetto delle stesse non vi sia stato già prima un pesante *engagement* a livello extrassembleare. In effetti, se si è parlato prima e fuori dell'assemblea appare evidente che il voto consultivo servirebbe davvero a poco o nulla, ragion per cui ci si domanda allora perché mai per la materia delle retribuzioni, così come per quella climatica ⁽¹²⁵⁾, non dovrebbe ugualmente valere il discorso della preferenza (oppure della necessità) per gli azionisti di scegliere la flessibilità, anche in termini di tempi, della via extrassembleare e asimmetrica.

Il problema è di vertice e si attesta sulla ricostruzione dell'inedito rapporto tra voto consultivo ed *engagement* selettivo, ossia segnatamente nell'appurare se il primo, atteggiandosi come un parere e generando un'informativa ulteriore rispetto a quella basica e codificata, sia sovrapponibile e interscambiabile rispetto al secondo.

Per cercare di rispondere a tale interrogativo occorre anzitutto prestare attenzione a distinguere l'*origine dell'iniziativa* alla base dei voti consultivi, a seconda che scaturisca in via diretta dagli amministratori oppure dagli azionisti, visto che sinora è stata considerata l'ipotesi nella quale sia il consiglio di amministrazione a dare avvio alla procedura,

implementazione del successo sostenibile, stando al contesto normativo attuale, non sussiste, di talché un simile dovere di dare corso al *say on climate* consultivo non è configurabile.

⁽¹²⁴⁾ È per questa ragione che nel modello legale è opportuno sostenere l'inconfigurabilità di un *dovere* degli amministratori di dare seguito alla convocazione assembleare oppure all'integrazione dell'ordine del giorno relativamente a proposte di deliberazioni consultive.

⁽¹²⁵⁾ Anche se per quest'ultima diversamente il voto consultivo non è al momento previsto dalla legge.

convocando l'assemblea per l'esercizio del voto consultivo sulle strategie climatiche e normalmente sottoponendo agli azionisti un piano d'azione in materia.

Nell'adottata prospettiva, volta a vagliare le sinergie tra le due forme di monitoraggio sulla gestione ovvero di attivismo, resta centrale comprendere, per tutti quei casi in cui l'organo gestorio non si faccia promotore di questo voto, se nel modello legale sia eventualmente consentito agli azionisti assumere in via diretta tale iniziativa e quindi possa configurarsi un loro *diritto* di voto consultivo in simili ambiti ⁽¹²⁶⁾.

La soluzione della questione necessita di richiamare, in senso non preclusivo, le valutazioni già svolte con riferimento all'art. 2380-*bis*, comma 1, c.c., così come quelle sull'art. 2364 c.c. Vi sono però dei profili ulteriori e diversi che a questo riguardo devono essere considerati, vale a dire i limiti previsti nel nostro ordinamento dalla disciplina degli istituti della convocazione assembleare da parte della minoranza ovvero dell'integrazione dell'ordine del giorno, nonché la natura stessa del parere. Da ultimo, ci si dovrà anche chiedere se risulti necessaria e legittima una previsione pattizia al riguardo.

Quanto alla questione relativa alla convocazione dell'assemblea non pare possa farsi riferimento in senso ostativo alla disciplina prevista per la convocazione su richiesta degli azionisti ⁽¹²⁷⁾ *ex art. 2367*, ultimo comma, c.c., che preclude la convocazione qualora

⁽¹²⁶⁾ La questione non è solo teorica, visto che le esperienze di altri Paesi dimostrano come negli ultimi anni le proposte in materia climatica degli stessi azionisti che sono giunte alle votazioni consultive dell'assemblea costituiscono un numero crescente. In altre parole, i soci hanno chiesto la convocazione dell'assemblea per esprimere un voto consultivo. Tale fenomeno e la sua evoluzione sono ben descritti anche graficamente nel *report* redatto da Institutional Shareholder Services: ISS, *The Rise of Say on Climate Proposals*, 2022, disponibile su www.isscorporatesolutions.com. Fino al 2022 anche i livelli di *sostegno* alle proposte degli azionisti legate al clima erano in costante aumento e la spiegazione di questa riduzione potrebbe inquadrarsi quale conseguenza di un aumento delle proposte che alcuni azionisti hanno ritenuto in contrasto con i propri interessi economici. Si v. BLACKROCK, *2022 climate-related shareholder proposals more prescriptive than 2021*, *Investment Stewardship. Commentary*, maggio 2022, disponibile su www.blackrock.com; per ulteriori riferimenti si legga ASSONIME, *Il ruolo dell'assemblea: say on pay, say on climate*, *Interventi*, n. 6, 2022, 1 ss., disponibile su www.assonime.it. È bene precisare che il contenuto delle proposte può variamente articolarsi e in particolare si sostanzia nella definizione di ambiziosi obiettivi di riduzione delle emissioni di gas a effetto serra allineati all'accordo di Parigi, nel miglioramento della relativa informazione, compresi i dati sulle emissioni dello *scope 3*, e nell'adozione di determinate politiche volte ad affrontare i problemi del cambiamento climatico. L'individuazione degli obiettivi in forma di proposta su queste materie (e quindi i piani climatici o comunque i *climate document* a essi assimilabili) non è rimessa esclusivamente agli amministratori. Il contenuto della proposta potrebbe anche avere ad oggetto la *disclosure* di certe informazioni sull'ambiente o la spiegazione del modo in cui la società si allinea all'obiettivo di limitare il riscaldamento globale in ossequio agli accordi internazionali: si cfr. la casistica individuata da HART, ZINGALES, *The New Corporate Governance*, in *University of Chicago Business Law Review*, vol. 1, 2022, 196 s. Anche la richiesta di sottoporre una decisione sul *say on climate* nelle successive assemblee dovrebbe ritenersi legittima.

⁽¹²⁷⁾ Diversamente orientato, seppure nell'ambito di una più generale trattazione sulle deliberazioni assembleari consultive risalente a un periodo nel quale il problema del *say on climate* non si era ancora

abbia ad oggetto «argomenti sui quali l'assemblea delibera, a norma di legge, su proposta dell'organo di amministrazione o sulla base di un progetto o di una relazione da essi predisposta» diversa da quelle di cui all'art. 125-ter, comma 1, t.u.f.⁽¹²⁸⁾ (corsivo aggiunto)⁽¹²⁹⁾.

Un argomento a conforto di questa conclusione si trae dal fatto che possono essere anche gli azionisti a presentare degli obiettivi di riduzione delle emissioni e dei programmi, se non dei veri e propri piani climatici; inoltre, anche ove il piano fosse presentato dagli amministratori mancherebbe la «norma di legge» che attribuisce agli azionisti di minoranza un diritto di voto consultivo e quindi la predetta disposizione non potrebbe trovare applicazione⁽¹³⁰⁾. Quest'ultimo argomento letterale, in relazione al vaglio di legittimità del *say on climate* su iniziativa degli azionisti, merita di essere valorizzato⁽¹³¹⁾.

posto, pare essere MAUGERI, *Commento all'art. 2364 c.c.*, in *Delle società. Dell'azienda. Della concorrenza*, a cura di Santosuosso, Torino, Utet, 2015, 1426 ss.

⁽¹²⁸⁾ Il principio è analogamente dettato anche dall'art. 126-bis, comma 3, t.u.f. relativo all'integrazione dell'ordine del giorno.

⁽¹²⁹⁾ In senso conforme si v. ABBADESSA, MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, cit., 288, con la precisazione che non è ammessa l'espressione da parte dell'assemblea di raccomandazioni, ove non ricorra una connessione con materie poste all'ordine del giorno. In senso differente, ma su un profilo in parte non sovrapponibile a quello di interesse, si v. CALANDRA BUONAURA, *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, cit., 537, secondo cui «la riforma del 2003 con l'introduzione dell'art. 2364, comma 1, n. 5, c.c. ha precluso ai soci ogni potere di iniziativa»; LIBONATI, *Assemblea e patti parasociali*, cit., 463 ss., oltretutto, seppure nell'economia di un più ampio ragionamento volto a dimostrare l'ammissibilità delle deliberazioni consultive nei casi non previsti dalla legge, MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari "consultive" nella società per azioni*, cit., 159 s.

⁽¹³⁰⁾ Recentemente si pone in termini dubitativi il problema della legittimazione dei soci ex art. 2367 c.c. a richiedere la convocazione di un'apposita assemblea su temi ambientali o sociali (in cui poter esprimere un voto consultivo), secondo il modello statunitense delle *shareholder proposals*, anche MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, cit., 1365, nt. 56. La dottrina tedesca ha fornito soluzione negativa: si v. LANGENBUCHER, *Kommunikation als Governance-Instrument in der börsennotierten Aktiengesellschaft*, in *ZHR*, 2021, 422, nonché, in precedenza e con riferimento più generale all'illegittimità di delibere consultive non sollecitate, FLEISCHER, *Konsultative Hauptversammlungsbeschlüsse im Aktienrecht - Rechtsdogmatik, Rechtsvergleichung, Rechtspolitik*, in *AG*, 2010, 689 s. La soluzione e le sue motivazioni sembrano però da condividere, nell'ordinamento italiano, solo per i voti consultivi su materie codificate, ossia sulle quali per legge l'assemblea si pronuncia in base a un progetto degli amministratori.

Resta il problema che ove l'iniziativa degli azionisti si basi sull'approvazione di un piano tramite un voto da svolgersi nella convocanda assemblea (e quindi *una tantum*), la proposta debba corredarsi anche di un piano climatico o della documentazione ad esso assimilabile, ovvero con l'indicazione di *target* da perseguire, essendo evidente che in assenza del medesimo gli azionisti non potrebbero votare nulla e che viceversa, in mancanza di una disposizione statutaria, gli amministratori non potrebbero dirsi vincolati a predisporre alcun piano nel breve spazio temporale consentito dalla convocazione assembleare. Questo vale per tutte quelle proposte che non abbiano ad oggetto modificazioni statutarie volte a prevedere una clausola sull'obbligatorietà di svolgere un voto consultivo ciclico, né di sottoporre una decisione sul *say on climate* alle successive assemblee, o ancora semplici richieste di *disclosure*. Tale profilo può essere un elemento nel senso dell'utilità di intervenire per via statutaria, con la previsione di un voto periodico, cosicché i gestori siano tenuti a predisporre il piano, poi oggetto di voto assembleare.

⁽¹³¹⁾ Nonostante nessun commentatore, almeno a quanto consta, lo abbia evidenziato, probabilmente perché è il voto consultivo su materie non codificate che lo rende utilizzabile, altrimenti si trattava di una precisazione pleonastica oppure da giustapporre alle ipotesi di fonte statutaria.

Non appare idoneo a far cambiare la soluzione appena ipotizzata il rilievo sulla natura del parere, che, in base al diritto amministrativo⁽¹³²⁾, nonché alla «natura delle cose»⁽¹³³⁾, è un atto *richiesto* dall'organo che deve assumere la decisione e non invece a iniziativa di chi lo rende: questa interpretazione così stringente sembra eccessiva, trattandosi di contesti profondamente differenti⁽¹³⁴⁾.

In secondo luogo, in tutti quei casi in cui la materia del clima non sia già stata posta all'ordine del giorno dagli amministratori, deve escludersi la possibilità di ricorrere al differente istituto dell'integrazione *ex art. 126-bis t.u.f.* da parte degli azionisti che vogliono proporre il voto consultivo, perché non si rientrerebbe nella nozione di «proposte di deliberazione su materie già all'ordine del giorno» di cui alla citata disposizione⁽¹³⁵⁾. A ben vedere, infatti, pare francamente difficile che nell'ordine del giorno di un'assemblea già convocata figurino direttamente la strategia climatica, visto che ciò sarebbe con buona probabilità illegittimo, trattandosi di una competenza gestoria (e quindi estranea al perimetro dell'art. 2364 c.c.)⁽¹³⁶⁾.

Se si considera che, entro i visti limiti, anche il voto consultivo in certi casi può essere sollecitato dagli azionisti (naturalmente al di fuori delle ipotesi tipizzate dalla legge in cui questo ragionamento non occorre fare)⁽¹³⁷⁾, vi è un primo elemento a favore di una soluzione forse affermativa circa il carattere di interscambiabilità tra voto consultivo e flussi informativi informali e selettivi.

È però necessario avere presente che, ove si prescindano dall'ipotesi appena tratteggiata della *richiesta* da parte dei soci per la convocazione di una specifica assemblea *consultiva*,

⁽¹³²⁾ Si tratta di una tesi che potrebbe trovare fondamento negli approdi cui è giunto il diritto amministrativo, che inquadra il parere alla stregua di un atto “a sollecitazione necessaria” e individua quale suo presupposto giuridico la richiesta del soggetto che voglia avvalersene. Così, *ex multis*, FRANCHINI, *Il parere nel diritto amministrativo*, Milano, Giuffrè, 1944, 28, G. GHETTI, *La consulenza amministrativa*, Padova, Cedam, 1974, 41 s.

⁽¹³³⁾ Si cfr. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*⁵, I, Milano, Vallardi, 1922, 68 ss.

⁽¹³⁴⁾ Diversamente orientata è CALVOSA, *Say-on-climate e competenze assembleari nella società per azioni quotata*, in *Riv. soc.*, 2023, 1082, che fornisce una soluzione unitaria, senza distinguere l'ipotesi della convocazione dell'assemblea da parte della minoranza rispetto a quella dell'integrazione dell'ordine del giorno di un'assemblea già convocata e così ritenendo queste richieste in ogni caso improcedibili.

⁽¹³⁵⁾ Né si potrebbe parlare di «integrazione dell'elenco delle materie da trattare, indicando nella domanda gli ulteriori argomenti». In argomento si v. GUIDOTTI, *Commento all'art. 126-bis t.u.f.*, in *Commentario T.u.f.*, a cura di F. Vella, t. II, Torino, Giappichelli, 2012, 1362 ss.

⁽¹³⁶⁾ L'unica modalità che gli amministratori hanno per sottoporre agli azionisti argomenti relativi al clima è la previsione all'ordine del giorno del voto consultivo, il che farebbe ovviamente venire meno la necessità per gli azionisti di avvalersi dello strumento di cui all'art. 126-bis t.u.f.

⁽¹³⁷⁾ Lo stesso *say on climate* su iniziativa dei soci (mediante convocazione dell'assemblea da parte della minoranza) potrebbe, a sua volta, essere inquadrato quale nuova forma di *engagement*.

la via deformalizzata non è voluta ma a rigore *si impone* (senza ampio margine di scelta) agli investitori in ragione dell'oggetto dei temi di cui intendono discutere ⁽¹³⁸⁾, che, ad esempio ove sia gestionale, difficilmente si colloca nel necessario rapporto di strumentalità rispetto all'esercizio del diritto di voto strettamente inteso e quindi non è generalmente consentita ⁽¹³⁹⁾, o comunque differenti sono i tempi in cui si vogliono ottenere le informazioni. Il che consente di sostenere che i voti consultivi non sempre possono sostituirsi alla necessità di comunicare selettivamente e, per quanto più rileva ai fini dell'analisi condotta in questo studio, non consentono in realtà di superare totalmente l'assunto dell'insufficienza dell'assemblea al quale si era addivenuti nelle precedenti pagine.

Vi è però anche un ulteriore aspetto da considerare che depone a favore dell'importanza del voto consultivo non in senso sostitutivo dell'*engagement* asimmetrico, bensì complementare, dovendosi considerare in taluni casi l'insufficienza e inidoneità dei canali informali di comunicazione con gli azionisti istituzionali ⁽¹⁴⁰⁾ per un'effettiva implementazione del *sustainable success* e quindi nell'impossibilità di affidarsi al solo *engagement* di questi ultimi, con la necessità di sollecitare l'impegno di questi in forme giuridicamente meno complesse e soprattutto più sicure di quelle asimmetriche ⁽¹⁴¹⁾; pure il legislatore europeo sembra aver compreso l'impossibilità di realizzare una transizione verso una *corporate governance* sostenibile per il tramite di una politica monofattoriale, che faccia cioè esclusivamente perno sul ruolo proattivo di tali attori in ambito *ESG*.

L'assunto poggia su evidenze oggettive: in primo luogo, l'elevato numero di società europee che presentano una struttura proprietaria concentrata è un dato che finisce per depotenziare la funzione di *stewardship* degli investitori istituzionali e rendere questi ultimi incapaci di plasmare lo scopo sociale in senso sostenibile ⁽¹⁴²⁾; in secondo luogo, vi sono delle riserve circa l'esistenza di un interesse effettivo di tali azionisti rilevanti a

⁽¹³⁸⁾ A meno che, appunto, non siano gli amministratori ad assumere l'iniziativa del voto consultivo.

⁽¹³⁹⁾ *Supra*, § 4.

⁽¹⁴⁰⁾ Si v. STRAMPELLI, *Are passive index funds active owners? Corporate governance consequences of passive investing*, in *San Diego Law Review*, 2018, 803 ss.; BEBCHUK, HIRST, *Index funds and the future of corporate governance: theory, evidence, and policy*, in *Columbia Law Review*, 2019, 2029 ss.; BENEDETTI, *L'engagement soci/amministratori e la governance della s.p.a.: considerazioni sistematiche*, in *Riv. soc.*, 2022, 1088, ove viene approfondito, *inter alia*, il rapporto tra *engagement* e principio di competenza gestoria esclusiva degli amministratori.

⁽¹⁴¹⁾ Infatti, sull'*engagement* che si svolge fuori dal *locus* assembleare vi sono ancora molti dubbi quanto alla doverosità o coercibilità dello stesso, che rischiano di renderne più complessa l'implementazione.

⁽¹⁴²⁾ PUCHNIAK, *The False Hope of Stewardship in the Context of Controlling Shareholders: Making Sense Out of the Global Transplant of a Legal Misfit*, in *ECGI Working Paper Series in Law*, n. 589, 2021, 7 ss.

svolgere un attento *monitoring* sul governo delle società partecipate nella prospettiva di *long termism* ed *ESG-oriented*, anche considerato che tutto questo comporta dei costi ⁽¹⁴³⁾.

Tali problematiche rilevate circa l'*engagement* e la sua effettività hanno determinato un ripensamento e una valorizzazione del ruolo assembleare, non tanto nella sua funzione decisoria quanto invece in quella informativa paritaria e di interazione tra amministratori e base sociale, seppure limitatamente a certe tematiche, di cui quelle ambientali e climatiche costituiscono significativa esemplificazione. In questo ambito di ricostruzione causale del fenomeno, occorre considerare che, recuperando un importante spazio a favore dell'assise degli azionisti, la deliberazione consultiva ⁽¹⁴⁴⁾ consente per converso di ridurre quello dei flussi informativi selettivi e deformalizzati ampiamente diffusi nella prassi, senza che ancora abbiano però trovato un loro statuto chiaro che sappia rispondere alle complesse questioni, soprattutto per quanto riguarda il principio di parità informativa degli azionisti ⁽¹⁴⁵⁾. È proprio a quest'ultimo obiettivo che pure il presente studio intende contribuire, affinché il quadro entro cui tali momenti di interazione informale si svolgono sia più certo e così eviti di disincentivare gli azionisti rispetto a tale controllo.

Pur sempre nel senso di una non totale fungibilità tra le due forme di attivismo, depone anche il rilievo in base al quale il voto vincolante e quello consultivo sulle

⁽¹⁴³⁾ Per una posizione critica sul ruolo degli investitori istituzionali nel risolvere i problemi di *governance* delle grandi imprese azionarie, si v. SACCHI, *La capacità propulsiva della s.p.a. quotata è andata esaurendosi?*, in *Orizz. dir. comm.*, 2021, 582 ss. Già diversi anni or sono manifestava un certo scetticismo circa l'*engagement* degli investitori istituzionali, individuando l'esistenza di vari deterrenti a tali condotte, CHEFFINS, *The Stewardship Code's Achilles' Heel*, in *Modern Law Review*, 2010, 1013 s.: «Another source of doubt is that there are various deterrents to shareholder engagement by institutional shareholders that will be difficult to dislodge. Concerns about insufficient expertise provide one obstacle, with many shareholders believing that it is unrealistic for them – as opposed to the board of directors – to ascertain if a company is losing its way and generate well-informed solutions. Moreover, institutional investors, as custodians of others' funds, typically prefer not to be "locked in" by a policy of intervention and instead want there to be ample scope to off-load underperforming assets when appropriate. Likewise, the fund managers who invest on behalf of institutional investors are geared up to focus on trading decisions and thus are neither incentivised nor resourced to act as an "owner"».

⁽¹⁴⁴⁾ Seppure, come si vedrà, con tutte le problematiche sottese, nel momento in cui tali forme di deliberazioni siano *praeter legem*.

⁽¹⁴⁵⁾ Si v. il lavoro monografico di GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, cit., 279 ss., che offre una ricostruzione in chiave problematica e volta a valorizzare il ruolo dell'autonomia statutaria; cui *adde* STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, cit., 393 ss.; ID., *Knocking at the Boardroom Door: A Transatlantic Overview of Director-Institutional Investor Engagement in Law and Practice*, in *Virginia Law & Business Review*, 2018, 187 ss.; MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, 32 ss.; SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori con gli azionisti dopo il Codice di Corporate Governance*, 2021, in *Riv. dir. comm.*, 2021, I, 695 ss. e MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, cit., 1364 s.

remunerazioni sono doverosi ⁽¹⁴⁶⁾ e quindi risultano certi quanto al loro *svolgimento*, mentre i dialoghi selettivi non lo sono (se non altro *ex parte societatis*) ⁽¹⁴⁷⁾ e non vi è sicurezza che all'atto pratico si realizzino.

In conclusione, su temi così delicati come lo sviluppo sostenibile si è talvolta preferito ricorrere alle delibere assembleari consultive, ma si deve sottolineare che questo istituto non è in grado di superare il problema dell'insufficienza dell'assemblea o meglio del controllo assembleare a consentire agli azionisti un adeguato monitoraggio sulla gestione, per come sopra ricostruito, perché resta pur sempre ferma la circostanza che l'assemblea non può essere convocata come e quando si vuole e soprattutto comporta degli ingenti costi ⁽¹⁴⁸⁾, di conseguenza non è tale da rendere superfluo il controllo extrassembleare e asimmetrico. Ecco che il tema delle delibere consultive può valere limitatamente ad alcune particolari materie, in cui viene a porsi in rapporto di *complementarità* (e non di succedaneità) rispetto all'*engagement* selettivo, ma non già come continuo e costante confronto degli amministratori con la base sociale sui molteplici aspetti della gestione corrente. Il tema oggetto di questo scritto, ossia il controllo degli azionisti sulla gestione che pone problemi di parità informativa, resta fermo in tutta la sua pienezza e attualità.

7. La normativa societaria europea sul successo sostenibile come fonte di potenziamento del ruolo degli investitori istituzionali.

Sono proprio i visti limiti dell'informazione preassembleare e assembleare ⁽¹⁴⁹⁾ a configurarsi quali concause del fenomeno dell'informazione selettiva, che, rispetto a quella tipica, è un genere di comunicazione profondamente diversa. Della circostanza per cui l'informazione simmetrica (in particolare, quella assembleare, ma non solo), malgrado tutti i rafforzamenti apportati dalle direttive europee sui diritti degli azionisti e dalla diffusione di eventuali voti consultivi, sia ontologicamente di per sé sola inadeguata a

⁽¹⁴⁶⁾ La motivazione risiede in questo: l'*engagement* sul clima non è al momento obbligatorio, mentre ove si introducesse a livello statutario una clausola sul voto consultivo, questo potrebbe diventare obbligatorio relativamente al suo *svolgimento*.

⁽¹⁴⁷⁾ Al netto di possibili e incerte eccezioni che la dottrina non sembra ancora avere con certezza individuato e il presente studio vorrebbe cercare di meglio chiarire.

⁽¹⁴⁸⁾ Dello stesso avviso è GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, cit., 78.

⁽¹⁴⁹⁾ Unitamente a quelli dell'informazione periodica e continua, di cui *infra*, cap. 2, § 1.

garantire un efficiente ed efficace *monitoring* degli azionisti ⁽¹⁵⁰⁾, pare in certa misura essersi accorto anche il legislatore europeo.

In particolare, nel delineato contesto la nota seconda direttiva *Shareholder Rights* ⁽¹⁵¹⁾, volta a incoraggiare gli azionisti verso un impegno a lungo termine e sostenibile nelle società in cui hanno investito, non ha fatto altro che prendere atto di quanto sopra dimostrato e approntare gli strumenti per farvi fronte soprattutto a favore degli investitori istituzionali, il cui ruolo nel governo societario è stato reso sempre più centrale: si è previsto in capo agli azionisti istituzionali un obbligo (temperato dal meccanismo di *comply or explain*) di redigere un'ampia *policy* di *engagement* ⁽¹⁵²⁾, ove spiegare, *inter alia*, il modo in cui essi si impegnano, anche dialogando con le società partecipate ⁽¹⁵³⁾, così agevolando il passaggio dallo *short* al *long termism* ⁽¹⁵⁴⁾.

A ciò si aggiunga che nella stessa direzione si è orientato pure il Comitato di Borsa Italiana s.p.a. preposto alla redazione del Codice di Autodisciplina (versione del 2020), che ha enfatizzato l'importanza e la necessità del dialogo tra azionisti e *board*, anche al di fuori dell'assemblea, atteso che di assemblea non tratta più, laddove nelle precedenti

⁽¹⁵⁰⁾ E questo soprattutto a causa dei limiti di tempi e di oggetto dell'informazione assembleare e preassembleare.

⁽¹⁵¹⁾ Per l'inquadramento della Direttiva quale pietra miliare dal punto di vista normativo per l'impegno degli azionisti si v. BALP, STRAMPELLI, *Institutional Investor ESG Engagement: The European Experience*, in *Eur. Bus. Org. L. Rev.*, 2022, 869 ss. e si rinvia *infra*, cap. 3, sez. 3.

⁽¹⁵²⁾ Si fa riferimento all'art. 3-*octies*, par. 1, lett. a), della *Shareholder Rights Directive II* (in quest'ottica sono significativi anche i consideranda 14 e 15), su cui si v. KATELOUZOU, *Reflections on the Nature of the Public Corporation in an Era of Shareholder Activism and Stewardship*, in *Understanding the Company: Corporate Governance and Theory*, a cura di Choudhury e Petrin, Cambridge, CUP, 2017, 117 ss.; CARBONARA, GILOTTA, *La politica di impegno degli investitori istituzionali*, in *Il recepimento in Italia della shareholder rights II*, a cura di Raffaele e Ruggiero, Padova, Cedam, 2021, 233 ss. Una simile impostazione legislativa ha determinato la necessità degli investitori istituzionali di dimostrare ai loro beneficiari l'impegno profuso nel monitorare le società partecipate, tant'è che i contatti informativi con il *board* o i suoi rapporti sono sicuramente una modalità per soddisfare ciò (si cfr. BIRKMOSE, *European Challenges for Institutional Investor Engagement – Is Mandatory Disclosure the Way Forward*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2014, 224 s. Si v. *supra* nt. 55. Tale disposizione è stata poi recepita attraverso l'art. 124-*quinquies* t.u.f.

⁽¹⁵³⁾ È evidente che il dialogo non può essere solamente quello assembleare, perché come è stato già spiegato molti temi oggetto di dibattito cadono al di fuori dell'area delle competenze assembleari (*supra*, § 4). Sul punto basti considerare quanto si legge in ASSOGESTIONI, *Principi italiani di stewardship per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate*, 2016, 7, disponibile su www.assogestioni.it: «Le società di gestione potrebbero voler intervenire, ad esempio, quando nutrono rilevanti preoccupazioni in merito alla strategia e alle *performance* dell'emittente quotato partecipata, quanto alla sua *governance* o al suo approccio a questioni ambientali o sociali». Pare che queste siano dunque le materie dei dialoghi con le partecipate di cui tratta la disposizione sulla politica di impegno di cui alla precedente nota.

⁽¹⁵⁴⁾ Secondo questo ordine di idee si deve rimarcare che l'*engagement* dissolve non solo all'obiettivo di migliorare lo *shareholder value*, bensì anche e soprattutto quello di perseguire il successo sostenibile (*supra*, §§ 5 e 6) imprimendo alla gestione sociale un'impronta *long term*. Su tale ultimo profilo si v., nell'ampia letteratura, STELLA RICHTER jr, *Long-Termism*, in *Riv. soc.*, 2021, 16 ss.; DENOZZA, *Lo scopo della società tra short-termism e stakeholder empowerment*, in *Orizz. dir. comm.*, 2021, 1 ss.

versioni il riferimento era pressoché esclusivo, tant'è vero che aveva condotto la dottrina a porsi dei legittimi dubbi che la norma fotografasse la realtà o qualcosa di diverso ⁽¹⁵⁵⁾.

Si è in tal modo compreso che l'assemblea dei soci non poteva più essere l'unico luogo ove realizzare scambi informativi e quelli che in tale sede avvenivano di certo non erano adeguati, posto che, per quanto si cercasse di ampliare le relative informazioni, queste scontavano pur sempre il vincolo dell'oggetto, ossia delle materie di legge ⁽¹⁵⁶⁾.

8. *Mutamento della filosofia di fondo del controllo dei soci e problemi di parità informativa.*

Occorre a questo punto spiegare come le comunicazioni asimmetriche si contestualizzino rispetto alla riduzione del ruolo dell'assemblea dei soci. La relazione pare *prima facie* semplicemente ricostruibile nei termini di causa ed effetto, avendo la diffusione dell'informazione selettiva determinato la perdita di centralità dell'assemblea. E questo è vero, non foss'altro perché si registra una sostanziale identità tra le cause del fenomeno in oggetto e quelle del superamento del postulato dell'assemblea quale primario momento di interazione informativa con gli amministratori, trattandosi pur sempre dei limiti oggettivo-funzionali e tempistici dell'informazione assembleare.

Il visto sillogismo sembra però richiedere un migliore approfondimento, se si considera che, secondo la sopra richiamata *Shareholder Rights II*, l'affermata insufficienza dei flussi informativi concernenti l'assemblea ha determinato la necessità di un loro *potenziamento* extrassembleare (ma non già di un *superamento*) attraverso l'informazione selettiva; del resto, diversamente vi sarebbe un aperto contrasto tra la seconda Direttiva (di aggiornamento) e la prima. In altri termini, l'informazione selettiva avrebbe dovuto *accostarsi* all'informazione assembleare e ad essa non *sostituirsi*.

Questa aporia pare superabile argomentando nel senso che proprio le comunicazioni selettive abbiano condotto a un mutamento della filosofia di fondo del monitoraggio degli azionisti rilevanti sull'amministrazione, i quali tendenzialmente giungono in assemblea in una condizione per cui neppure sulle materie strettamente oggetto della stessa sia più

⁽¹⁵⁵⁾ Si cfr. ENRIQUES, *Il ruolo dei consigli di amministrazione delle società quotate italiane nell'era della disruptive innovation*, in *Banca, impr., soc.*, 2017, 15 ss.

⁽¹⁵⁶⁾ Anche il previgente art. 9 sopracitato in qualche misura esplicitava questo profilo della strumentalità/funzionalità delle informazioni rispetto alle deliberazioni assembleari.

necessario discutere e si vada semplicemente a votare; questo, per un verso, perché a seguito della prima direttiva *Shareholder Rights* l'informazione sulle materie assembleari è abbondante già prima della riunione e, per altro verso, soprattutto in quanto a partire dalla seconda direttiva sui diritti degli azionisti il processo di monitoraggio non è più esclusivamente rimesso al generale momento assembleare e non risulta più limitato dagli oggetti e dai tempi dell'informazione simmetrica, ma è un processo a scansione complessa e prolungata che si dipana in modo costante lungo tutto l'esercizio sociale ⁽¹⁵⁷⁾.

In altre parole, si può ravvisare nella detta normativa europea una duplice “anima” volta a potenziare il controllo da parte degli azionisti, visto che a un tempo è intervenuta rafforzando le informazioni in vista dell'assemblea e, di converso, anche ampliando quelle extrassembleari e asimmetriche. È accaduto che il controllo esercitato per il tramite di queste ultime informazioni abbia invero finito, alla prova dei fatti, per rendere addirittura superfluo ogni scambio informativo in assemblea, anche quelli aventi ad oggetto le varie materie di stretta competenza degli azionisti. E questo è paradossalmente avvenuto in modo parzialmente contrario rispetto alla politica di fondo dei richiamati interventi altresì volti a rafforzare anche l'informazione nella (e per la) assemblea.

A parere di chi scrive, questa ricostruzione delle ragioni dell'attuale limitato ruolo dell'assemblea trova conferma, oltretutto nella citata direttiva, anche nel mutamento del Codice di Autodisciplina (versione 2020), ove non si rinviene più una specifica disposizione in ordine ai «rapporti con gli azionisti», di cui si è già scritto ⁽¹⁵⁸⁾. Dall'eliminazione di tale disposizione non sembra irragionevole poter inferire la presa d'atto pure da parte del Comitato di *corporate governance* di Borsa Italiana s.p.a. che, nonostante i propositi dei vecchi codici, la necessità di aumento del monitoraggio degli azionisti sull'amministrazione globalmente considerata ⁽¹⁵⁹⁾ non possa certo avvenire attraverso il potenziamento del ruolo dell'organo assembleare e dell'informazione precedente e contestuale allo svolgimento dell'assise degli azionisti, proprio perché trattare di argomenti non strettamente correlati a quelli di legge e concernenti la *pura gestione* si porrebbe in spregio

⁽¹⁵⁷⁾ Eccettuato il discorso delle operazioni straordinarie di cui si dirà poco più oltre nel testo.

⁽¹⁵⁸⁾ *Supra*, in questo capitolo, § 4. In termini più generali, sui problemi normativi, interpretativi e di politica del diritto si v. la recente e ampia trattazione di CARIELLO, *Il Codice di Corporate Governance. Da soluzione a problema*, Torino, Giappichelli, 2024; sulla natura del Codice, le sue funzioni e la tecnica di regolamentazione si legga GINEVRA, *Il Codice di Corporate Governance: Introduzione e Definizioni (con un approfondimento sul “Successo sostenibile”)*, in *Riv. soc.*, 2023, 1017 ss.

⁽¹⁵⁹⁾ Da intendere come l'insieme di atti necessari per il raggiungimento dell'oggetto sociale e pertanto non esclusivamente limitata alle materie di cui *supra*, nt. 157.

del requisito della finalizzazione rispetto all'esercizio del diritto di voto sulle materie assembleari.

Un supporto aggiuntivo a tutte le considerazioni svolte ⁽¹⁶⁰⁾ si può trovare nella previsione in via stabile della figura del rappresentante designato in assemblea da parte della legge a sostegno della competitività dei capitali ⁽¹⁶¹⁾, ove viene consentita più specificamente l'introduzione di una clausola statutaria che permette l'intervento in assemblea e l'esercizio del diritto di voto *esclusivamente* per mezzo del rappresentante designato dalla società. Del resto, questo istituto si pone appieno nel solco di un sempre più marcato depotenziamento dell'effettivo esercizio del diritto alla discussione in seno all'organo assembleare ⁽¹⁶²⁾, in aderenza al generale *trend* evolutivo del modello decisionale dei soci già in atto da tempo, in base al quale «l'assemblea ha perso la sua funzione informativa, di dibattito e di confronto essenziale al fine della definizione della decisione di voto da esprimere». È rilevante notare che gli orientamenti per l'esercizio del diritto di voto da parte del rappresentante si basano proprio sulle risultanze di «procedure adottate in attuazione della funzione di *stewardship* e tenendo conto delle occasioni di incontro diretto con il *management* della società in applicazione delle politiche di *engagement*» che si svolgono durante l'intero esercizio ⁽¹⁶³⁾.

Altro elemento da considerare è poi che l'estensione della discussione in assemblea sulle richiamate e ulteriori materie gestorie significherebbe illegittimamente snaturare questo organo attribuendogli funzioni che non gli appartengono (visto che, in via

⁽¹⁶⁰⁾ Sulla perdita di centralità dell'assemblea e sui limiti della medesima che la rendono inadatta a consentire flussi informativi su temi gestori che, per ampia parte, data la loro natura, fuoriescono dalle sue competenze tipiche.

⁽¹⁶¹⁾ Si fa riferimento all'art. 135-*undecies* t.u.f., introdotto dall'art. 11 della l., 5 marzo 2024, n. 21, pubblicata in Gazzetta ufficiale n. 60 del 12 marzo 2024, contenente la delega al governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali e delle disposizioni in materia di società di capitali (applicabili anche agli emittenti). Per la disciplina di questa figura nella normativa emergenziale del periodo pandemico si v. ASSONIME, *La riunione assembleare con mezzi di telecomunicazione. Questioni e prospettive*, Studio n. 2 del 4 marzo 2022, in *Riv. soc.*, 2022, 227 ss. e in *Riv. not.*, 2022, 117 ss.; in dottrina BALP, *Società quotate e partecipazione all'assemblea: per una maggiore apertura all'intervento e al voto a distanza*, in *Riv. soc.*, 2022, 189 ss.

⁽¹⁶²⁾ Anche se, si anticipa qui il ragionamento che meglio sarà sviluppato nel testo, questo non significa che gli scambi informativi selettivi sulle materie gestorie generali ed *estrane* alle competenze dell'assemblea (*i.e.* gestione e strategia in senso proprio, sostenibilità e via seguitando) abbiano depotenziato quest'organo, e ciò perché a rigore di queste materie non si potrebbe neppure trattare in assemblea (salvo per i profili strettamente connessi alle competenze codificate oppure per i voti consultivi), sicché non si ha nessun indebolimento ove se ne parli al di fuori del medesimo contesto.

⁽¹⁶³⁾ Così la *Relazione illustrativa, Interventi a sostegno della competitività dei capitali*, 2 febbraio 2023, 40 s. Per un primo commento, si v. ASSONIME, *Circolare n. 6*, 13 marzo 2024, 71 s., disponibile su www.assonime.it.

generale, su tali oggetti esso non delibera), con risultati potenzialmente pericolosi, in quanto i singoli azionisti *retail* potrebbero volere intervenire, considerata l'attuale configurazione del diritto di intervento come diritto spettante a ogni socio, sicché si renderebbero necessari complicati e discrezionali temperamenti basati sul contingentamento dei tempi di intervento.

Tutte le svolte specificazioni consentono probabilmente di chiarire i limiti della ricostruzione in base alla quale la causa del depotenziamento dell'assemblea dovrebbe individuarsi, per quanto concerne l'oggetto, nel fatto che sulle *stesse materie assembleari* gli azionisti rilevanti si confrontino selettivamente con gli amministratori in tempi strettamente precedenti alla convocazione dell'assemblea o allo svolgimento della stessa e al di fuori della cornice assembleare. Al limite, gli unici casi in cui si discute in modo asimmetrico di materie assembleari nello *spatium temporis* di poco anteriore all'assise sono le operazioni straordinarie che richiedono l'approvazione degli azionisti, in riferimento alle quali i contatti tra il *board* e il socio di controllo (o comunque quelli rilevanti) sono non solo semplicemente opportuni e quindi fisiologici, ma talvolta anche doverosi ⁽¹⁶⁴⁾; e questo assunto è da sempre vero, anche prima dell'emersione del dibattito su tali profili.

Infatti, se il dialogo su queste materie si considera da sempre diffuso in relazione ai soci di controllo, i quali sono soliti utilizzare canali extrassembleari per comunicare con gli amministratori ⁽¹⁶⁵⁾, lo stesso non è a dirsi per gli investitori istituzionali, i quali intrattengono dei dialoghi che verosimilmente non paiono riguardare le materie strettamente assembleari, ma semmai in prevalenza l'informazione periodica e quella continua, vale a dire le richieste di chiarimenti sulla medesima rese necessarie dal suo carattere "statico", nonché in via ancora più ampia e generale la «attività svolta» e quella «programmata», mutuando questa locuzione dal previgente Codice di Autodisciplina. A ciò si aggiunga che questi scambi informativi si svolgeranno in tempi ragionevolmente differenti da quelli normalmente cadenzati in cui si tengono le assemblee dei soci, stanti le limitazioni di cui si darà conto ⁽¹⁶⁶⁾.

Si devono tuttavia fare naturalmente salvi i casi in cui non esista un socio di controllo e sia necessario "sondare" gli investitori istituzionali al fine di valutare la fattibilità di una

⁽¹⁶⁴⁾ Come si cercherà di dimostrare *infra*, cap. 3, sez. 2.

⁽¹⁶⁵⁾ Soprattutto per l'informazione *preventiva* inquadrabile nella disciplina del *market sounding*, il che non ha depotenziato l'assemblea rispetto allo scenario precedente.

⁽¹⁶⁶⁾ *Infra*, cap. 3, sez. 3, § 6, relativamente al *black-out period*.

certa operazione di competenza degli azionisti ⁽¹⁶⁷⁾, ancorché, a ben vedere, questa tipologia di investitori non intenda, di regola, ricevere informazioni privilegiate e comunicazioni di questo tipo sembrano integrare perfettamente il requisito della *price sensitivity*, una volta che diventino bilaterali.

In sintesi, quello che si vuole sostenere è che l'assemblea dei soci ha perso centralità non già perché si parli fuori e prima, ossia nell'imminenza dell'assemblea ovvero della sua convocazione, ma a causa di tutti i suoi limiti già visti, di talché la diffusione dei dialoghi selettivi esterni rispetto all'assemblea non è stata realizzata da una preferenza degli azionisti (investitori istituzionali) di altri luoghi rispetto a quello assembleare.

Inevitabile risulta dunque la presa d'atto che è in corso una trasformazione nel paradigma proprio del diritto azionario classico per cui l'informazione sui profili strettamente gestionali spetta esclusivamente al collegio sindacale, che nell'esercizio delle sue funzioni svolge un controllo di pura legalità sull'amministrazione. È chiaro che questa "nuova" forma di monitoraggio ponga dei problemi rispetto alla parità informativa a livello extrassembleare, che però in uno scenario più ampio sembrano superabili o comunque attenuabili in nome di altri e più alti principi, come quelli di incentivazione della transizione verso una *corporate governance* sostenibile, il perseguimento dei quali non può essere affidato esclusivamente agli amministratori, stante una loro ritrosia in questi ambiti dovuta all'incerto *framework* giuridico di riferimento ⁽¹⁶⁸⁾.

⁽¹⁶⁷⁾ *Infra*, cap. 3, sez. 2.

⁽¹⁶⁸⁾ Come si dimostrerà *infra*, cap. 3, sezz. 2 e 3.

CAPITOLO SECONDO
CONTROLLO EXTRASSEMBLEARE
E PARITÀ INFORMATIVA MULTI-ORDINAMENTALE

SOMMARIO: 1. L'inidoneità dell'informazione periodica e continua, nonché di quella paritaria e non cadenzata a colmare i limiti intrinseci del controllo assembleare. – 2. (*Segue*). La necessità di delineare un chiaro statuto del controllo informativo selettivo. – 3. Inesistenza normativa di un generale diritto di informazione dell'azionista e ricerca di spazi per una legittima asimmetria informativa quale chiave esegetico-ricostruttiva. – 4. Le fattispecie espresse di diritti speciali di informazione asimmetrica del socio nel diritto positivo. – 4.1. Flussi informativi infragruppo e disciplina del bilancio consolidato. – 4.2. L'auto-informazione del socio di controllo amministratore. – 5. Il problema della parità informativa quale principio multi-ordinamentale: posizionamento e reale portata. – 6. (*Segue*). Il necessario coordinamento tra profili endosocietari e tutela del mercato: autonomia o consunzione di principi?

1. *L'inidoneità dell'informazione periodica e continua, nonché di quella paritaria e non cadenzata a colmare i limiti intrinseci del controllo assembleare.*

Da questo capitolo in poi la lente di indagine viene focalizzata sul controllo extrassembleare e si prendono le mosse dalla considerazione che quest'ultimo non implichi sempre e necessariamente un'asimmetria informativa, potendo anche naturalmente essere svolto in regime paritario, mediante l'informazione periodica e quella continua oppure tramite *investor day*, comunicati stampa e via seguitando, pur sempre rivolti all'intera comunità finanziaria e quindi in regime di *equal disclosure*. La disamina contenutistica e tempistica di questa tipologia di informazione, così come del conseguente controllo che essa consente di implementare, si rende necessaria, in quanto risulta strettamente funzionale ad appurare se, ed eventualmente in quale misura, si possano per questa via colmare quelle già individuate lacune del controllo gestorio dei soci caratterizzanti la dimensione assembleare ⁽¹⁾ oppure se a questo scopo resti necessario ricorrere ad altri canali integrativi e informali. Il discorso è chiaramente limitato alle società con azioni quotate o comunque a quelle diffuse, mentre per le società "chiuse" il riferimento si potrà circoscrivere al bilancio d'esercizio e alla relazione sulla gestione ⁽²⁾.

⁽¹⁾ *Supra*, cap. 1, § 4 ss.

⁽²⁾ Nella quale occorrerà menzionare «l'evoluzione prevedibile della gestione», nonché «gli obiettivi e le politiche della società in materia di gestione del rischio finanziario, compresa la politica di copertura per ciascuna principale categoria di operazioni previste» e «l'esposizione della società al rischio di prezzo, al rischio di credito, al rischio di liquidità e al rischio di variazione dei flussi finanziari» (si v. l'art. 2428, comma 3, nn. 6 e 6-*bis*, c.c.).

Per quanto attiene all'informazione periodica di cui all'art. 154-ter t.u.f. ⁽³⁾ si evidenzia che la sua introduzione avvenuta nel 2007 può essere letta come un ulteriore indice che depone nel senso della necessità di rafforzare il monitoraggio da parte degli azionisti, stante l'inadeguatezza di quello che si realizza in assemblea. In questo ambito vi sono vari obblighi informativi consistenti nella pubblicazione di alcune relazioni finanziarie, ossia segnatamente del bilancio annuale e della relazione semestrale, che rappresentano un'importante base conoscitiva in favore dei soci, oltreché dei creditori e dell'intero pubblico degli investitori, permettendo loro di avere contezza dell'andamento sociale con talune limitate evidenze anche di tipo prospettico ⁽⁴⁾. Significativo ai fini qui di rilievo, oltre ovviamente al dato contenutistico, è pure quello tempistico, posto che proprio dalla sistematizzazione di questi due profili si potrà poi valutare criticamente il ruolo e il peso effettivo che l'informazione *de qua* può sortire in punto di controllo sulla gestione.

Nello specifico la relazione finanziaria annuale di cui al primo comma del richiamato articolo ha un contenuto complesso, nel senso che si compone del progetto di bilancio ⁽⁵⁾, della relazione sulla gestione, unitamente a un'attestazione congiunta degli organi

⁽³⁾ La disposizione è stata oggetto di introduzione nel Testo unico in materia di intermediazione finanziaria a seguito del recepimento nel nostro ordinamento (si v. d.lgs. 6 novembre 2007, n. 195, segn. art. 1, comma 10) della c.d. direttiva *Transparency* (direttiva 2004/109/CE) dedicata alla «armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato». In argomento si v. STRAMPELLI, *L'informazione di e per il bilancio (relazioni) e la revisione contabile*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da Cera e Presti, Bologna, Zanichelli, 2020, 1608 ss.; STRAMPELLI, *Commento all'art. 154-ter t.u.f.*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da Abbadessa e Portale, Milano, Giuffrè, 2016, 4369 ss.; BARILLÀ, *Commento all'art. 154-ter t.u.f.*, in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, diretto da Calandra Buonauro, Milano, Cedam-Wolters Kluwer, 2020, 1151 ss.; TARABUSI, *Commento all'art. 154-ter t.u.f.*, in *Commentario T.u.f. Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, a cura di F. Vella, tomo II, Torino, Giappichelli, 2012, 1659 ss.

⁽⁴⁾ Non si prevede più l'obbligo di redazione della relazione trimestrale a seguito del d.lgs. 15 febbraio 2016, n. 25, che ha inciso sul comma 5 del citato articolo, il quale ora statuisce che «con il regolamento di cui al comma 6, la Consob può disporre, nei confronti di emittenti aventi l'Italia come Stato membro d'origine, inclusi gli enti finanziari, l'obbligo di pubblicare informazioni finanziarie periodiche aggiuntive consistenti al più in: a) una descrizione generale della situazione patrimoniale e dell'andamento economico dell'emittente e delle sue imprese controllate nel periodo di riferimento; b) una illustrazione degli eventi rilevanti e delle operazioni che hanno avuto luogo nel periodo di riferimento e la loro incidenza sulla situazione patrimoniale dell'emittente e delle sue imprese controllate».

⁽⁵⁾ Non si tratta quindi del bilancio approvato dall'assemblea e la scelta si spiega considerando la volontà di consentire anche alle società quotate di usufruire, ricorrendone i presupposti, del maggior termine di centottanta giorni di cui all'art. 2364, comma 2, c.c. e di convocare l'assemblea in seconda convocazione anche dopo lo spirare dei centoventi giorni (si cfr. MEI, *Commento all'art. 154-ter t.u.f.*, in *Codice commentato delle società*, a cura di Abriani e Stella Richter jr, Torino, Utet, 2010, 3472). Il progetto di bilancio è però sostituito dal bilancio d'esercizio in tutti quei casi in cui la compagine abbia adottato il sistema di *corporate governance* dualistico.

delegati e del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari ⁽⁶⁾. Essa deve essere messa a disposizione del pubblico, entro il termine di quattro mesi dalla chiusura dell'esercizio, presso la sede sociale, sul sito *web* della società, nonché utilizzando le ulteriori modalità previste da uno specifico regolamento Consob.

La relazione finanziaria semestrale ⁽⁷⁾ ricomprende in sé il bilancio semestrale abbreviato, la relazione intermedia sulla gestione e un'attestazione congiunta analoga a quella sopra menzionata. Si prevede che venga resa disponibile nel minore tempo possibile e in ogni caso senza eccedere i tre mesi dalla chiusura del primo semestre dell'esercizio.

Di particolare rilievo in relazione al monitoraggio che gli azionisti possono svolgere sull'amministrazione è l'approfondimento del bilancio semestrale abbreviato, che dovrà essere redatto in ossequio ai principi contabili internazionali IAS/IFRS e in particolare alla stregua di un bilancio infrannuale ⁽⁸⁾, le cui note informative avranno riguardo ai fatti maggiormente rilevanti verificatisi nel primo semestre dell'esercizio ⁽⁹⁾; inoltre, nel medesimo dovranno figurare i rischi che determinano la necessità di iscrivere un fondo del passivo, nonché le informazioni circa le variazioni delle passività potenziali ⁽¹⁰⁾. Da

⁽⁶⁾ Tuttavia, questa documentazione non esaurisce il corredo informativo della relazione in parola, posto che vi sono dei documenti ulteriori ed esterni alla stessa relazione, dovendo essere depositate sempre nel termine quadrimestrale la relazione del soggetto preposto alla revisione legale, oltreché quella del collegio sindacale. Si v. NEGRI CLEMENTI, *Commento all'art. 154-ter t.u.f.*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di Fratini e Gasparri, 2, Torino, Utet, 2012, 2135; BALZARINI, *Commento all'art. 154-ter t.u.f.*, in *Commentario delle società*, a cura di Grippo, Torino, Utet, 2009, 1999; per la ricostruzione del rapporto tra questi documenti e la relazione finanziaria annuale in termini di autonomia si v. MEI, *Commento all'art. 154-ter t.u.f.*, cit., 3473 s. In linea con quanto precisato da ASSONIME, *Circolare n. 11/2010. Il recepimento della direttiva europea sui diritti degli azionisti con il d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27: gli effetti sugli statuti delle società quotate e i nuovi termini per le assemblee*, in *Riv. soc.*, 2010, 570, emerge dunque il venire meno della necessità che le relazioni dell'organo di controllo e del revisore legale siano pubblicate simultaneamente rispetto alla relazione finanziaria annuale.

⁽⁷⁾ Già normata dall'art. 2428, comma 4, c.c., poi abrogato dal d.lgs. n. 195/2007 (*supra*, nt. 3): per un commento su tale disposizione si v. RIGOTTI, *L'informativa contabile infrannuale delle società quotate in borsa*, in *La disciplina giuridica del bilancio d'esercizio*, a cura di Bianchi, Milano, Il Sole 24 Ore, 2001, 997 ss.

⁽⁸⁾ Arg. ex art. 154-ter, comma 3, t.u.f. Nello specifico assume rilevanza il principio IAS 34, in base al quale i bilanci infrannuali replicano la medesima struttura del bilancio d'esercizio ai sensi dello IAS 1 e sono redatti utilizzando gli stessi criteri valutativi. In materia si v. PACIELLO, POTITO, *I bilanci straordinari. Profili economico aziendali e giuridici*, Torino, Giappichelli, 2013, 8; IORI, *Principi contabili nazionali e internazionali*, Milano, Il Sole 24 Ore, 2019, 588 s.; CARATTOZZOLO, *I bilanci straordinari*, Milano, Giuffrè, 2009, 933.

⁽⁹⁾ Si legge nel par. 15 dello IAS 34 quanto segue: «Nel proprio bilancio intermedio, un'entità deve riportare una spiegazione delle operazioni e dei fatti rilevanti per la comprensione delle variazioni nella situazione patrimoniale-finanziaria e nel risultato gestionale dell'entità successivamente alla data di chiusura dell'ultimo esercizio. Le informazioni fornite in merito a tali operazioni e fatti significativi aggiorneranno le informazioni pertinenti esposte nel bilancio più recente». Si v. il successivo par. 15.B per un elenco non esaustivo di fatti e operazioni che, ove siano di una certa significatività, rendono necessario fornire informazioni.

⁽¹⁰⁾ In linea con lo IAS 37.

questo punto di vista emerge una sovrapposizione rispetto al contenuto della relazione intermedia sulla gestione, che, come già detto, della relazione finanziaria semestrale costituisce un'ulteriore parte, considerato che la stessa deve fare riferimento agli «eventi importanti che si sono verificati nei primi sei mesi dell'esercizio e alla loro incidenza sul bilancio semestrale abbreviato» e fornire una descrizione dei «principali rischi e incertezze per i sei mesi restanti dell'esercizio». Come è stato suggerito, il problema può essere superato mediante una lettura correttiva incentrata sulla lettera della legge, ossia effettuando un semplice rinvio al bilancio semestrale nei casi in cui ivi siano già state esplicitate queste informazioni ⁽¹¹⁾.

Si deve notare, pur sempre in un'ottica di esercizio del controllo degli azionisti, che i già menzionati «eventi importanti» verificatisi nella prima parte dell'esercizio da inserire nella relazione semestrale sulla gestione non sono esclusivamente limitati a quelli prettamente contabili, ben potendo estendersi a fatti riguardanti la struttura societaria e quindi, appunto, profili di stretta amministrazione che a rigore non rientrerebbero nel bilancio semestrale abbreviato ⁽¹²⁾. Ancora più importante è considerare, quanto ai fattori di rischio e incertezza, che la relazione semestrale sulla gestione deve nuovamente trascendere i confini degli schemi contabili e spiegare il prevedibile andamento della *gestione* e correlativamente i rischi insiti nel contesto macroeconomico e settoriale in cui la società opera ⁽¹³⁾. Si prevede poi l'inserimento nella relazione intermedia sulla gestione di informazioni relative anche alle operazioni rilevanti con parti correlate ⁽¹⁴⁾.

Tutta l'appena esaminata informativa, nonostante l'emersione di confini abbastanza ampi, presenta a ben vedere dei notevoli limiti, che non consentono agli azionisti una verifica specifica circa l'operato degli amministratori e così neppure di supplire ai limiti assembleari. Infatti, un'altra spiegazione delle cause che hanno portato alla diffusione delle comunicazioni selettive ⁽¹⁵⁾ si riconduce alla circostanza per cui siffatta informazione simmetrica e codificata extrassembleare, pur avendo aumentato il bagaglio conoscitivo degli azionisti, non è comunque sufficiente a soddisfare gli attuali *standard* di

⁽¹¹⁾ Così STRAMPELLI, *L'informazione di e per il bilancio (relazioni) e la revisione contabile*, cit., 1625 s.

⁽¹²⁾ Deve dunque escludersi una completa coincidenza di oggetti tra la relazione semestrale sulla gestione e il bilancio abbreviato sempre riferito al medesimo arco temporale.

⁽¹³⁾ ASSONIME, *Circolare n. 45/2008. La relazione finanziaria semestrale*, in *Riv. soc.*, 2008, 1199.

⁽¹⁴⁾ Su cui si v. POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2010, 1333 ss.

⁽¹⁵⁾ Per l'approfondimento delle ulteriori cause di matrice assembleare, si rinvia *supra*, cap. 1, § 4 ss.

monitoraggio, stanti principalmente tre sue caratteristiche che di seguito si procede succintamente a enucleare.

In primo luogo, deve essere evidenziata la “staticità”, in quanto si tratta di un’informazione che non è stata in origine preordinata a un’interazione dinamica tra soci ed emittenti per chiedere chiarimenti e specificazioni, avendo il legislatore implicitamente adottato l’assioma, *a posteriori* rivelatosi però errato, della sua immanente completezza senza necessità di dialoghi al riguardo.

In secondo luogo, a venire in rilievo è il riferimento al passato e la periodicità fissa, laddove gli azionisti cercano contatti con l’emittente per ricevere informazioni che sovente sono orientate al futuro oppure essi vorrebbero ricevere quelle stesse informazioni prima rispetto al momento di diffusione, con il connesso problema della *discovery*.

Da ultimo, vi sono numerose e notevoli limitazioni oggettive, considerato che questa informazione lascia scoperti vari aspetti e diverse materie, tra le quali spicca, per ogni altra, l’informazione non finanziaria e specialmente la *disclosure* sui fattori *ESG*. In relazione a tali dati manca la previsione di una specifica informazione periodica a cadenza semestrale ⁽¹⁶⁾ e comunque difetta altresì una comunicazione annuale estesa alla generalità delle società quotate, posto che il d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, in attuazione della direttiva 2014/95/UE ⁽¹⁷⁾ ha limitato la diffusione delle informazioni di carattere non

⁽¹⁶⁾ Si è visto che nel contenuto della relazione sulla gestione semestrale nulla si prevede specificamente a questo riguardo, salvo i casi in cui le scelte sostenibili si possano far rientrare negli eventi particolari e rilevanti. Questo rende in certa misura evidente come pure le materie *ESG* rientrino in quelle per le quali sorge l’esigenza di svolgere interazioni asimmetriche tra azionisti e organo amministrativo. In tale direzione si orienta anche DESANA, *Politiche di dialogo con gli azionisti, equilibrio di genere e fattori ESG: appunti*, in *Riv. soc.*, 2021, 1342 ss., nonché in *Governance e mercati. Scritti in onore di Paolo Montalenti*, a cura di Callegari, Cerrato e Desana, I, Torino, Giappichelli, 2022, 301 ss., secondo cui «il trend che si registra a livello europeo e internazionale [...] va infatti verso una duplice direzione, ovvero: (i) l’accentuazione del rilievo delle politiche in materia ESG quale oggetto del dialogo con gli azionisti e (ii) l’allargamento della sfera degli interlocutori, dagli azionisti agli *stakeholders* rilevanti per la società, primi fra tutti i dipendenti».

⁽¹⁷⁾ Tale direttiva in materia di comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e certi gruppi di grandi dimensioni «si colloca nell’ambito di una serie di strategie programmate dalla Commissione in risposta alla crisi finanziaria al fine di garantire un sistema più responsabile e trasparente e contribuire a sostenere e potenziare la propria politica in tema di responsabilità sociale delle imprese». Così BELLISARIO, *Rischi di sostenibilità e obblighi di disclosure: il d.lgs. n. 254/2016 di attuazione della dir. 2014/95/UE*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2017, I, 20 ss.

È da ricordare inoltre per completezza che, a livello interno, una prima ed estremamente blanda disciplina della comunicazione di informazioni non finanziarie (concernenti cioè profili ambientali e sociali dell’attività di impresa) da parte dell’organo amministrativo si ritrova già nel d.lgs. 2 febbraio 2007, n. 32, con il quale è stata recepita la direttiva 2003/51/CE (c.d. *Accounts Modernisation Directive*). Il decreto richiedeva di inserire nella relazione sulla gestione «indicatori di risultato finanziari e, se del caso, quelli non finanziari pertinenti all’attività specifica della società, comprese le informazioni attinenti all’ambiente

finanziario alle imprese definite «significative»⁽¹⁸⁾, in cui si fanno tra l'altro rientrare gli emittenti di notevoli dimensioni con azioni quotate in mercati regolamentati⁽¹⁹⁾.

A questo riguardo, la *non-financial information* dovrebbe rappresentare il principale strumento di indiretta promozione della *Corporate Sustainability* a livello europeo, che però la relativa direttiva⁽²⁰⁾ non ha consentito di perseguire in senso effettivo, considerate le ampie maglie di discrezionalità lasciate alle imprese⁽²¹⁾. Il che rappresenta probabilmente un'ulteriore spiegazione della necessità di integrazioni informative a livello selettivo. In aderenza a tale constatazione, sembra doversi escludere una sovrapposizione contenutistica tra le relazioni non finanziarie e le ulteriori informazioni che gli investitori intendono ricevere, vale a dire piani di transizione sostenibile e di azione climatica aventi una valenza anche prospettica e caratterizzati dall'indicazione di obiettivi precisi, misurabili e quindi *ex post* verificabili.

In questo passaggio della trattazione non richiede invece particolari specificazioni l'altra forma paritaria ed extrassembleare di informazione, ossia quella c.d. continua e disciplinata dall'art. 114 t.u.f.⁽²²⁾, dovendosi semplicemente chiarire che la rilevanza di quest'ultima ai fini dello svolgimento di un controllo degli azionisti sull'attività sociale non è così ampia come potrebbe invece apparire a fronte di una prima e sommaria considerazione in base alla quale l'informazione di cui si discorre sarebbe di per sé idonea a eliminare *ab imis* e quasi totalmente ogni spazio e rilevanza per interazioni asimmetriche,

e al personale». È evidente che il carattere estremamente laconico e generale consente agli amministratori un'eccessiva discrezionalità nell'identificare i contenuti di questa informazione e il loro livello di approfondimento, mancando l'indicazione puntuale di contenuti e parametri, che del resto sarebbe stato complesso tipizzare con riferimento a ogni società.

⁽¹⁸⁾ Si v. l'art. 16, comma 1, d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39, come modificato dal d.lgs. 17 luglio 2016, n. 135.

⁽¹⁹⁾ Sulle modalità tecniche di pubblicazione di questa informazione si v. STRAMPELLI, *Diritto contabile*, Torino, Giappichelli, 2022, 225.

⁽²⁰⁾ Si v. la direttiva richiamata *supra*, nt. 17 e testo afferente.

⁽²¹⁾ Assunto che permette di spiegare la necessità di una nuova direttiva sulla rendicontazione non finanziaria: si fa riferimento alla direttiva 2022/2464/UE avente ad oggetto la rendicontazione di sostenibilità, la quale è stata pubblicata sulla Gazzetta ufficiale dell'Unione europea in data 16 dicembre 2022 e apporta rilevanti modifiche alle direttive 2013/34/UE (*Accounting*), 2004/109/CE (*Transparency*) e 2006/43/CE (*Audit*), oltreché al regolamento *Audit* n. 537/2014. In argomento si v. STRAMPELLI, *L'informazione non finanziaria tra sostenibilità e profitto*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, 145 ss., nonché M. RESCIGNO, *Note sulle regole dell'impresa sostenibile. Dall'informazione non finanziaria all'informativa di sostenibilità*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, 165 ss.

⁽²²⁾ Per un approfondimento sulla disposizione si v. RANIELI, *Commento all'art. 114 t.u.f.*, in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, diretto da Calandra Buonauro, Milano, Cedam-Wolters Kluwer, 2020, 864 ss.; ANNUNZIATA, *Commento all'art. 114 t.u.f.*, in *Il Testo unico della finanza*, a cura di Fratini e Gasparri, II, Torino, Utet, 2012, 1499 ss.

considerato che tutte le informazioni privilegiate ⁽²³⁾ devono essere oggetto di tempestiva diffusione al mercato. Un simile rilievo viene in realtà a essere nella sua portata significativamente limitato dall'utilizzo della procedura del ritardo *ex art. 17 reg. MAR* ⁽²⁴⁾, essendo noto che al ricorrere di alcune circostanze potrebbe essere conveniente per l'emittente non divulgare anzitempo dati e notizie, soprattutto in quanto si potrebbero registrare delle influenze negative sul corso dei titoli ⁽²⁵⁾.

Infine, si prendono in considerazione le altre modalità extrassembleari di *disclosure* paritaria. In particolare, l'attenzione viene a incentrarsi sugli *investor day*, ossia quelle riunioni in cui le società quotate, per il tramite dell'*investor relator* ⁽²⁶⁾ ovvero attraverso i loro dirigenti, presentano una panoramica relativa alle operazioni e alla strategia gestoria; si tratta di incontri aperti all'intera comunità finanziaria, ma ai quali solitamente prendono parte investitori istituzionali e talvolta anche analisti, una forma di comunicazione cui la dottrina non pare avere dedicato particolare attenzione ⁽²⁷⁾.

Per queste ipotesi non sembra che si possa trattare in sostanza di asimmetrie informative, perché proprio l'apertura al pubblico, che ne consente almeno astrattamente la partecipazione ai soggetti più disparati, elimina questo problema ⁽²⁸⁾, anche nel caso in cui venissero divulgate informazioni in origine *price sensitive*, atteso che verrebbe immediatamente meno il loro necessario carattere della non pubblicità ⁽²⁹⁾. E questo a prescindere

⁽²³⁾ Sulla cui nozione si rinvia *infra*, cap. 3, sez. 1, § 1.1.

⁽²⁴⁾ *Infra*, capp. 2 e 3, sez. 3.

⁽²⁵⁾ Gli è dunque che spazi per interazioni limitate ad alcuni soci, seppure con le complesse limitazioni di cui si dirà in seguito (nt. 24), si prefigurano in via pressoché esclusiva in questo ambito nel caso in cui sia stata attivata la detta procedura di ritardo, posto che diversamente sussiste un obbligo di pubblicazione senza indugio, il che elimina in radice problemi di *selective disclosure*. Sulla necessità di distinguere la facoltà delle società quotate di ritardare la diffusione dell'informazione privilegiata rispetto allo spazio temporale intercorrente tra la nascita dell'informazione privilegiata e il tempo fisiologicamente necessario per renderla di pubblico dominio si v. GILOTTA, *I tempi di diffusione dell'informazione privilegiata*, in *Giur. comm.*, 2019, II, 798 ss.

⁽²⁶⁾ Su cui si v. BORSA ITALIANA S.P.A., voce «Investor relator», in *Glossario finanziario*, consultabile su www.borsaitaliana.it: «La figura dell'*investor relator* risponde a un'esigenza di comunicazione della società con l'esterno completa e trasparente». Egli «può avvalersi di strumenti di supporto quali: pubblicazioni di notizie rilevanti, invio di lettere agli azionisti da parte del *corporate office*, contatti periodici con gli investitori istituzionali, interviste e incontri con i media, brochure della società e suo sito web».

⁽²⁷⁾ Si segnalano gli studi di KIRK, MARKOV, *Come on Over: Analyst/Investor Days as a Disclosure Medium*, in *Accounting Review*, 2017, 1725 ss.; PARK, *Analyst/Investor Days and Firms' Information Environment*, 2022, 1 ss., disponibile su www.ssrn.com; nonché MIWA, *Informational Role of Analyst and Investor Days*, in *Global Finance Journal*, 2023, 3 ss.

⁽²⁸⁾ Diversamente, i *financial roadshow* non prevedono la parità informativa, perché vi partecipano di norma solo certi investitori soprattutto istituzionali. In argomento si v. più ampiamente, *infra*, in questo capitolo, § 2.

⁽²⁹⁾ È stato spiegato che le informazioni pubbliche (e quindi non più privilegiate) sono quelle comunicate in base alla procedura di cui all'art. 114 t.u.f., nonché quelle divulgate da parte di soggetti che le

dalla circostanza fattuale che non tutti gli azionisti vi abbiano preso parte, purché sia stata data all'evento adeguata pubblicità. Pare pure da escludere che nell'ambito di queste comunicazioni vengano divulgate informazioni di natura finanziaria sostitutive di quelle delle relazioni infrannuali⁽³⁰⁾, il che è tanto più vero se si considera il rilievo ostativo sotteso al *black-out period* che impedisce lo svolgimento dell'incontro nei periodi prossimi alla pubblicazione delle relazioni.

A queste forme possono aggiungersene ulteriori tra le più disparate, basti pensare ai comunicati stampa diffusi tramite i media o il sito internet della società. Nonostante si tratti di iniziative sicuramente significative, si deve rilevare che neppure le stesse sono in grado di consentire un adeguato controllo dei soci sull'ufficio amministrativo, non foss'altro per un rilievo abbastanza intuitivo: la compagine societaria deve spesso considerare la necessità di mantenere la riservatezza dei dati e anche il segreto aziendale, il che rende questi incontri parzialmente insoddisfacenti ai fini anzidetti.

2. (Segue). *La necessità di delineare un chiaro statuto del controllo informativo selettivo.*

Alla luce del percorso svolto nel precedente paragrafo si è dimostrato che l'attuale assetto informativo tipico e paritario, anche nella prospettiva extrassembleare, non è idoneo a superare i limiti già segnalati con riguardo al controllo che si svolge per mezzo dell'assemblea⁽³¹⁾ e quindi non è sufficiente a consentire quel monitoraggio costante che

avevano legittimamente ricevute e infine quelle pervenute al pubblico per altre vie. Sul punto si v. RANIELI, *Commento all'art. 114 t.u.f.*, cit., 870; ANNUNZIATA, *Commento all'art. 114 t.u.f.*, cit., 1499.

Ritiene che gli *investor day* siano strumenti utili per ridurre le asimmetrie informative tra le varie tipologie di investitori, PARK, *Analyst/Investor Days and Firms' Information Environment*, cit., 1 ss., in linea con la teoria già elaborata da DIAMOND, VERRECCHIA, *Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital*, in *Journal of Finance*, 1991, 1325 ss.: «Information asymmetry between sophisticated and unsophisticated investors stems from two sources: superior access to private information and superior processing of new public information. Economic theory and empirical evidence suggest that voluntary disclosures and increased information quality reduces information advantage of privately informed traders, thereby reducing information asymmetry». Contrariamente a questo assunto taluni hanno però segnalato che gli annunci pubblici relativi ai futuri utili e le previsioni sull'andamento gestorio aumentano l'asimmetria delle informazioni all'annuncio, proprio perché gli investitori professionali sono dotati di una maggiore capacità di elaborazione critica delle informazioni ricevute. Si cfr. COLLER, YOHAN, *Management Forecasts and Information Asymmetry: An Examination of Bid-Ask Spreads*, in *Journal of Accounting Research*, 1997, 181 ss.

⁽³⁰⁾ Al limite si potrà dire che esse possano in qualche misura e latamente anticipare gli esiti futuri della gestione, ma certamente non sostituirsi all'informazione codificata. In senso contrario, tratta di «substitutive effect» PARK, *Analyst/Investor Days and Firms' Information Environment*, cit., 1 ss.

⁽³¹⁾ *Supra*, cap. 1, §§ 1 e 4.

le norme europee paiono oggi richiedere agli investitori istituzionali ⁽³²⁾. È allora proprio da questa constatazione che discende il corollario dell'ineludibile necessità di svolgere il controllo non solo a livello extrassembleare, ma pure in regime asimmetrico.

A fronte di questa diffusa e incontestabile esigenza di carattere fattuale, emerge l'importanza e la centralità di approfondire tale fenomeno del controllo svolto da *alcuni* azionisti rilevanti, mappandolo e cercando poi per quanto possibile di rivestirlo di giuridicità, in modo da garantire anche minore discrezionalità, e dunque maggiore certezza, quanto al suo inquadramento.

Esso non è riconducibile a un unico modello, bensì a livello fenomenologico si articola secondo plurime forme, quali ad esempio dialoghi *one to one* riservati a un determinato socio ovvero a un gruppo di selezionati soci, oppure ancora *financial roadshow* rivolti essenzialmente al pubblico degli investitori istituzionali ⁽³³⁾. Per quanto attiene più nello specifico a quest'ultima forma di interazione ⁽³⁴⁾, si precisa che trattasi di uno strumento di *disclosure* volontaria e asimmetrica impiegato con una certa frequenza dalle società quotate ⁽³⁵⁾, il quale può vertere tanto su alcuni aggiornamenti relativi ai risultati finanziari e su altri significativi sviluppi societari, quanto su politiche volte al mantenimento degli azionisti esistenti, nonché al miglioramento della visibilità dell'impresa e tramite ciò all'attrazione di nuovi investitori; non si esclude poi che questo strumento rappresenti anche l'occasione per ottenere *feedback* dal mercato e semmai approntare

⁽³²⁾ Tra cui spicca la citata direttiva *Shareholders Rights II* (*supra*, cap. 1, § 7), che richiede l'adozione di una *policy di engagement*.

⁽³³⁾ In questo senso si v. BRADLEY, JAME, WILLIAMS, *Non-Deal Roadshows, Informed Trading, and Analyst Conflicts of Interest*, in *Journal of Finance*, 2021, 265 ss., secondo cui: «A company “roadshow” is a series of targeted private meetings over several days across different cities where firm management meets with investors to provide them with information regarding their firm. Roadshows are commonly associated with presentations given by firms seeking to issue securities, such as in an initial public offering. However, firms frequently go on roadshows unrelated to securities issuance, which are referred to as non-deal roadshows (NDRs)». I citati aa. precisano poi che questi incontri sono spesso organizzati da venditori *sell-side analysts* come servizio di accesso informativo in favore dei propri clienti istituzionali.

⁽³⁴⁾ La quale risulta oggetto di limitata attenzione da parte della dottrina, anche di quella economica. Si v. DEMOS, MARSTON, SAMITAS, *Information Asymmetry and Relationship Roadshows*, 2013, 1 ss., disponibile su www.ssrn.com, nonché DEMOS, *Targeting Investors via Proactive Roadshows*, *ivi*, 2013, 1 ss., ove si svolge un'analisi prevalentemente empirica sulle percezioni, l'uso e gli effetti dei *roadshow relazionali* delle società quotate limitatamente alla Borsa di Atene (*ASE*).

⁽³⁵⁾ Molto interessante per tracciare una differenza rispetto agli *investor day* paritari (su cui *supra*, in questo capitolo, § 1) nonché agli altri eventi di *disclosure* quali conferenze ospitate da *broker* o giornate rivolte agli analisti, è l'articolo di HOFFMAN, *In Boston, Money Managers Fire Shot at Wall Street Brokers. Investor conference next week will cut banks out of a lucrative role*, in *Wall Street Journal*, 4 marzo 2020, ove viene specificato che i *non-deal roadshows* (NDRs) sono incontri che non vengono divulgati al pubblico, né costituiscono materiale per *webcast* o trascrizioni di alcun tipo.

aggiornamenti al modello di *business* ⁽³⁶⁾. È quindi chiaro che simili incontri si traducono in un sostanziale vantaggio informativo per gli investitori istituzionali e determinano rilevanti conflitti di interesse per gli analisti che talvolta li organizzano ⁽³⁷⁾.

Inoltre, a venire in rilievo in questo contesto è pure la distinzione basata sulla direzionalità della comunicazione, che consente di distinguere ipotesi *one-way*, ossia mediante il *listening mode only* ove la compagine societaria si limiti ad ascoltare gli azionisti, che intendono solo comunicare senza ricevere alcuna informazione *ex parte societatis*, oppure *two-way*, quando si rientra nei dialoghi, intesi propriamente come “scambio” di informazioni, dati e notizie tra gli interlocutori ⁽³⁸⁾.

Tale distinzione non è priva di rilievo per tutta la ricostruzione che si effettuerà in seguito, in particolare perché le modalità di comunicazione unidirezionali verso la società non si pongono in frizione rispetto alla parità di trattamento informativo tra azionisti, ancorché non si possa *a priori* escludere che delle limitazioni, anche piuttosto severe, vi siano nel momento in cui il flusso informativo provenga dal socio di controllo e finisca per generare un vincolo di conformità nell’agire degli amministratori ⁽³⁹⁾.

⁽³⁶⁾ Alcuni *case study* in argomento si possono leggere in *IR Magazine*, consultabile su www.irmagazine.com, ossia il periodico dedicato alle relazioni con gli investitori e alla comunicazione societaria.

⁽³⁷⁾ È stato dimostrato da analisi empiriche che mediante i *roadshow* gli investitori istituzionali commerciano in modo massiccio e redditizio, laddove gli investitori *retail* non lo fanno perché sono decisamente meno informati: BRADLEY, JAME, WILLIAMS, *Non-Deal Roadshows, Informed Trading, and Analyst Conflicts of Interest*, cit., 267.

⁽³⁸⁾ Si cfr. DAVIS, ALOGNA, *Talking Governance. Board Shareowner Communications on Executive Compensation*, 2008, 10, disponibile su www.scholarship.law.columbia.edu; STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, I, 430 e SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori con gli azionisti dopo il Codice di Corporate Governance*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, I, 744 s. L’a. da ultimo citato ritiene che la differenziazione basata sulla direzione dello scambio informativo «non va[da] sopravvalutata in caso di confronto *vis-à-vis*, essendo irrealistica l’ipotesi di incontri nei quali l’emittente si limiti “a prendere atto”, passivamente e in silenzio, di quanto l’interlocutore gli comunichi».

⁽³⁹⁾ Sul punto è senz’altro rilevante il noto caso “Vase” passato al vaglio della Corte di Cassazione danese, sul quale si v. le osservazioni di HANSEN, *The Role of Shareholders in Public Companies in the Nordic Countries*, in *German and Nordic Perspectives on Company Law and Capital Markets Law*, a cura di Fleischer, Hansen e Ringe, Tübingen, Mohr Siebeck, 2015, 86 e di STRAMPELLI, *Knocking at the Boardroom Door: A Transatlantic Overview of Director-Institutional Investor Engagement in Law and Practice*, in *Virginia Law & Business Review*, 2018, 221 s.

3. *Inesistenza normativa di un generale diritto di informazione dell'azionista e ricerca di spazi per una legittima asimmetria informativa quale chiave esegetico-ricostruttiva.*

Dopo avere individuato e classificato le varie forme nelle quali il fenomeno del controllo svolto in modo non paritario si può estrinsecare, è giunto ora il momento di ricercare per lo stesso una disciplina applicabile. Nell'effettuare questa operazione, tuttavia, ci si può presto avvedere, anche in linea con le generali premesse svolte al principio di questo lavoro ⁽⁴⁰⁾, che non viene per vero in aiuto uno specifico e chiaro assetto normativo, con la necessità di dover meglio accertare se esista a livello positivo un *generale* diritto di informazione degli azionisti ⁽⁴¹⁾.

Quando in precedenza ci si era occupati di definire il concetto di controllo gestorio dei soci sull'amministrazione ⁽⁴²⁾ erano state messe in luce le marcate differenze intercorrenti tra quest'ultimo e quello invece svolto dal collegio sindacale, escludendo sovrapposizioni tra i due e, anzi, rilevando l'importanza della prima tipologia di monitoraggio ai fini di perseguire il miglioramento della *corporate governance*. Se tutto questo è corretto e non sembra almeno in via generale poter essere revocato in dubbio, resta pur sempre vero che le prime argomentazioni sulle differenze radicali tra il controllo organico e quello dell'azionista finiscono per essere non ostative, ma non certo per fondarne di per sé sole la legittimità, mentre le seconde, ossia quelle riguardanti gli effetti *beneficial* che potrebbero registrarsi sull'emittente, si collocano su un piano puramente assiologico ed economico. Gli è infatti che quando si passi all'analisi dell'impianto legislativo, quantomeno a un approccio limitato ai *testi* delle norme e per ora prescindendo dai *contesti*, non pare esservi spazio per configurare un fondamento testuale del tipo di controllo dianzi richiamato.

Orbene, nell'ordinamento azionario, neppure a seguito della riforma del 2003, esiste una disposizione che riconosca un *generale diritto* di informazione (e quindi di controllo) sulla gestione a favore del socio al di fuori degli specifici casi legislativamente previsti, in cui la generalità è però limitata ai soggetti, ma non agli oggetti, in quanto vengono sì riconosciuti all'intera base sociale degli azionisti, ma risultano limitati in relazione agli

⁽⁴⁰⁾ *Supra*, cap. 1, §§ 1 e 2.

⁽⁴¹⁾ Questione alla quale già *supra*, cap. 1, § 1, si era ipotizzato di fornire soluzione negativa sulla base di un primo e sommario sguardo, che deve ora essere approfondito e vagliato.

⁽⁴²⁾ *Supra*, cap. 1, § 1.

argomenti sui quali possono vertere e ai momenti tempistici entro i quali si svolgono ⁽⁴³⁾. Tali casi sembrano costituire un *hortus clausus* e possono individuarsi nelle fattispecie già sopra approfondite, vale a dire anzitutto il diritto di informazione assembleare e preassembleare ⁽⁴⁴⁾, finalizzato essenzialmente all'esercizio ponderato del voto ⁽⁴⁵⁾, oltreché il diritto di informazione verso il mercato e quindi anche nei confronti degli azionisti ⁽⁴⁶⁾.

È inoltre da notare che nella gran parte dei casi l'informativa di cui si è detto riguarda essenzialmente le società quotate e si pone quale diritto in senso passivo (*i.e.* non sollecitato), essendo fornita a prescindere da una specifica richiesta dell'azionista; a ciò si aggiunga che questi *information flow* si caratterizzano per essere formalmente diretti agli azionisti, malgrado in realtà finiscano a favore della vastissima pletera di investitori potenziali e così di tutto il mercato ⁽⁴⁷⁾. Ecco che a pieno titolo potrebbe essere qualificata

⁽⁴³⁾ *Supra*, cap. 1, §§ 4-6 per quanto attiene all'informazione relativa all'assemblea, mentre cap. 2, § 1 in riferimento al contesto extrassembleare, ma pur sempre paritario.

⁽⁴⁴⁾ Detti diritti non possono neppure essere inquadrati come diritti di informazione in senso stretto. Si cfr. sul punto il saggio di COSTI, *Note sul diritto di informazione e d'ispezione del socio*, in *Riv. soc.*, 1963, 66 s.; fermo restando che essi sono comunque funzionali all'esercizio del controllo sull'attività sociale latamente intesa (si v. *supra*, cap. 1, § 1).

⁽⁴⁵⁾ Sul nesso di strumentalità tra i diritti di informazione di cui al testo e l'esercizio edotto del diritto di voto si v. *supra*, in sede di impostazione generale dell'analisi, cap. 1, § 4. A titolo di esempio di questa tipologia di diritti si segnala quello di cui all'art. 130 t.u.f., previsto, almeno a livello topografico, quale presidio degli azionisti di minoranza e avente ad oggetto una limitata informazione pur sempre funzionale all'assemblea: «i soci hanno diritto di prendere visione di tutti gli atti depositati presso la sede sociale per assemblee già convocate e di ottenere copia a proprie spese». In argomento si rinvia *infra*, in questo capitolo, nt. 62. Ulteriori disposizioni recanti simili diritti si rinvencono tassativamente nelle seguenti materie: bilancio (art. 2429, 3° comma, c.c.), acconti su dividendi (art. 2433-*bis*, 6° comma, c.c.), recesso del socio (art. 2437-*ter*, 5° comma, c.c.), trasformazione (art. 2500-*sexies*, 2° comma, c.c.), fusione (artt. 2501-*sexies* e 2501-*septies* c.c.), scissione (art. 2504-*novies* c.c.), riduzione del capitale sociale per perdite (art. 2446 c.c.), esclusione ovvero limitazione del diritto di opzione (art. 2441, 6° comma, c.c.), acquisti potenzialmente pericolosi (art. 2343-*bis*, 2° e 3° comma, c.c.). Da ciò pare corretto desumere che spetterà all'organo amministrativo la valutazione circa l'ostensione *ex ante* rispetto alla data fissata per l'assemblea di documentazione e dati relativamente a operazioni non rientranti nelle precedenti. Tale impostazione trova conferma anche in G.F. CAMPOBASSO, *Obbligo di comunicazione delle partecipazioni azionarie ed informazione degli azionisti*, in *Giur. comm.*, 1978, I, 70 ss.; STAGNO D'ALCONTRES, *Informazione dei soci e tutela degli azionisti di minoranza nelle società quotate*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, 316 s., che fa richiamo al "prudente apprezzamento" dei gestori.

⁽⁴⁶⁾ Per quanto concerne questa tipologia di diritti, si fa esemplificativamente riferimento a quelli ex art. 114 t.u.f.

⁽⁴⁷⁾ Non sono mancate in questo ordine di idee posizioni che hanno ritenuto di far rientrare concettualmente l'informazione assembleare e preassembleare in quella di mercato, senza che ciò nulla tolga all'assemblea quale centrale momento di informazione societaria. Tale tesi trova anche conforto in una lettura non restrittiva dell'art. 130 t.u.f., relativo al diritto di informazione avente ad oggetto documentazione per assemblee già convocate, che contempla la legittimazione del *socio*, nonché dell'art. 127-*ter* t.u.f., in materia di domande preassembleari, considerato che seppure con un lieve differimento temporale domande e risposte costituiscono comunque oggetto di diffusione al mercato. Si v. SACCHI, *L'informazione nella e per l'assemblea delle società quotate*, in *Analisi giur. econ.*, 2013, 102 s. e 109 s.; MARCHETTI, *In tema di funzionamento dell'assemblea: problemi e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2001, 118 ss. Conclusione che potrebbe

quale informazione al mercato pure quella preassembleare e assembleare, venendo l'azionista a essere considerato *as an investor* ⁽⁴⁸⁾.

È proprio anche in questo senso che l'appena evidenziata assenza di un generale diritto di informazione degli azionisti è stata motivata da alcuni studi che già negli anni Sessanta avevano avuto modo di occuparsi dell'argomento: in particolare, il diritto di informazione non veniva inquadrato quale diritto posto nel mero interesse dell'azionista, bensì a tutela dell'intero mercato azionario e del suo corretto ed efficiente funzionamento ⁽⁴⁹⁾.

In seguito è stata la stessa legislazione a porsi in certa misura nel solco tracciato dalla già riferita interpretazione: si allude alla l. 7 giugno 1974, n. 216 istitutiva della Consob, la quale ha stabilito che la tutela degli azionisti/investitori non fosse destinata a essere lasciata nella loro disponibilità, bensì dovesse essere demandata a soggetti esterni alle società ⁽⁵⁰⁾; lo strumento ottimale per tutelare il diritto di informazione era dunque da

anche fondarsi sull'inesistenza nell'ordinamento della s.p.a. di un vero e proprio diritto individuale dell'azionista di ricevere la detta informazione. Si cfr. GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista e legittimazione all'esercizio del voto nelle s.p.a. quotate*, Torino, Giappichelli, 2012, 134 s. Per quanto attiene in via più in generale al tema del rapporto tra informazione ai soci e al mercato, e quindi tra diritti individuali dell'azionista e tutela del mercato si v., per ogni altro, BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, Morano, 1960, 3 e 238, unitamente a MARCHETTI, *Assenteismo assembleare e problema dell'informazione*, in *Riv. soc.*, 1978, 1315 s.

⁽⁴⁸⁾ Si cfr. STAGNO D'ALCONTRES, *Informazione dei soci e tutela degli azionisti di minoranza nelle società quotate*, cit., 317 s.; nonché SACCHI, *L'informazione nella e per l'assemblea delle società quotate*, cit., 102 s. Ma per una parziale differenziazione dell'informativa assembleare e preassembleare rispetto a quella di mercato si richiamano nuovamente le disposizioni di cui agli artt. 127-ter e 130 t.u.f.

⁽⁴⁹⁾ Sul dato per cui le regole del mercato mobiliare siano ispirate a una protezione di un interesse esterno rispetto a quello dell'impresa e quindi alla protezione di tutti gli investitori e non solo degli azionisti si v. l'analisi di G. ROSSI, *Trasparenza e vergogna. La società e la borsa*, Milano, Il Saggiatore, 1982, 196 s. Così anche FERRI, *La tutela dell'azionista in una prospettiva di riforma*, in *Riv. soc.*, 1961, 194. Da rilevare inoltre che questa non era la sola ragione da cui discendeva un'ampia limitazione dei diritti di controllo dell'azionista: se ne rinvenivano anche diverse, tra le quali l'applicazione dei principi cartolari alla circolazione delle azioni e quindi la conseguente "mutabilità degli azionisti". In tali esatti termini si v. COSTI, *Note sul diritto di informazione e d'ispezione del socio*, cit., 107, cui *adde* GALGANO, *Sul diritto d'ispezione dell'azionista*, in *Rass. dir. civ.*, 1987, 433. Sempre per l'individuazione degli interessi protetti dalla disciplina dell'informazione negli emittenti: COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, VIII, Padova, Cedam, 2004, 195 ss. e, a livello comparatistico, HERTIG, KRAAKMAN, ROCK, *Gli emittenti e la protezione degli investitori*, in Kraakman, Davies, Hansmann, Hertig, Hopt, Kanda e Rock, *Diritto societario comparato*, a cura di Enriques, Bologna, il Mulino, 2006, 244 s. Sul mercato finanziario quale istituzione si v. COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, Torino, Giappichelli, 2006, 4 s.

⁽⁵⁰⁾ Ciò ha quindi fatto sì che pure gli studi successivi a tale intervento normativo si concentrassero principalmente sulle società quotate, ribadendo che il problema delle informazioni societarie non dovesse essere analizzato nella prospettiva "interna", bensì in quella "esterna", essendo principalmente rilevante per gli investitori, e che l'informazione non dovesse più indirizzarsi al singolo azionista, ma estendersi «all'orizzonte del pubblico e del mercato». Così MIGNOLI, *I venticinque anni della Rivista*, in *L'informazione societaria*, Atti del Convegno Internazionale di Studi, Venezia, 5-6-7 novembre 1981, a cura di Alvisi, Balzarini e Carcano, Milano, Giuffrè, 1982, 57.

ricercarsi nella «eterotutela⁽⁵¹⁾» piuttosto che nell'autotutela. Inoltre, la stessa generale riforma del 2003, avendo stabilito all'art. 2380-*bis*, comma 1, c.c. il postulato per cui la gestione spetta in via esclusiva agli amministratori, sembrerebbe avere eliminato ogni spazio *praeter legem* per configurare un ampio diritto di informazione dell'azionista indipendente rispetto al contesto assembleare e pertanto relativo specificamente all'amministrazione⁽⁵²⁾.

Nell'ambito della prospettiva assunta, ossia la ricerca di un simile diritto di informazione, non sembra del resto neppure avere particolarmente inciso la più volte richiamata Direttiva *Shareholder Rights I*⁽⁵³⁾, la quale si è incentrata sul miglioramento della qualità e della reperibilità dell'informativa preassembleare allo scopo di perseguire il rafforzamento della *voice* degli azionisti. È intuibile che il detto intervento, seppure importante, rimanga essenzialmente relegato al solo contesto assembleare, di talché per ampia parte il relativo controllo non riguarderà direttamente la gestione, ma l'attività sociale in via generale, giuste le già svolte considerazioni sui limiti che caratterizzano il controllo effettuato da quest'organo.

A corroborare l'assenza nel sistema legislativo della s.p.a. di un ampio diritto di controllo riconosciuto a ogni azionista si pone anche un'ulteriore considerazione: l'interesse del socio alla conoscenza dei dati relativi alla gestione è soddisfatto in maniera pressoché nulla dall'istituto disciplinato dall'art. 2422 c.c. e dedicato al diritto di ispezione⁽⁵⁴⁾.

⁽⁵¹⁾ L'espressione è di COSTI, *Il governo delle società quotate tra ordinamento dei mercati e diritto delle società*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 65 ss.

⁽⁵²⁾ Già nel contesto anteriore alla riforma si v. CASELLA, *L'informazione in assemblea*, in *L'informazione societaria*, Atti del Convegno Internazionale di Studi, Venezia, 5-6-7 novembre 1981, a cura di Alvisi, Balzarini e Carcano, Milano, Giuffrè, 1982, 645; per riferimenti giurisprudenziali si rinvia a STAGNO D'ALCONTRES, *Informazione dei soci e tutela degli azionisti di minoranza nelle società quotate*, cit., 316, nt. 11. Alle ragioni individuate nel testo si aggiungono esigenze di riservatezza dei dati societari, stante la loro utilizzabilità a fini concorrenziali, ancorché in realtà questa finalità si attenui, almeno parzialmente, nel caso di comunicazioni ai soci e non già all'intero mercato.

⁽⁵³⁾ Trattasi della direttiva 2007/36/CE. Per una sintesi del percorso che parte dal depotenziamento del ruolo dell'assemblea dei soci a seguito della generale riforma delle società di capitali e giunge al suo rafforzamento mediante la citata normativa sovranazionale si v., tra gli altri, C. PASQUARIELLO, *Il diritto di porre domande prima dell'assemblea: un nuovo dialogo tra gli azionisti e la società. Analisi normativa e prospettive*, in *Riv. dir. soc.*, 2017, I, 87 ss. Diverse argomentazioni devono invece riservarsi per la direttiva 2017/898/UE che modifica l'altra citata direttiva per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti su cui si è in parte già detto trattando della politica di impegno che gli investitori istituzionali e i gestori di attivi sono chiamati ad adottare (*supra*, cap. 1, § 7 e specialmente *infra*, cap. 3, sez. 3, § 3).

⁽⁵⁴⁾ La disposizione in esame non presenta modifiche significative rispetto alla precedente versione ante 2003, essendo stata introdotta la sola possibilità di prendere visione del libro degli strumenti finanziari emessi ai sensi dell'art. 2447-*sexies* c.c. da parte dei possessori di tali strumenti e del loro rappresentante comune. Sull'istituto si v. FRÈ, *Società per azioni (artt. 2325-2461)*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna, Zanichelli-Soc. Ed. Foro it., 1982, 641 ss.; COLOMBO, *I libri sociali*, in *Trattato delle società per*

Deve in tal senso immediatamente sottolinearsi che un simile diritto, malgrado sia svincolato rispetto a finalità assembleari e idoneo a essere esercitato in ogni momento ⁽⁵⁵⁾, non risulti affatto un efficace strumento di controllo sulla gestione, potendo soltanto indirettamente essere funzionale a un siffatto monitoraggio, atteso che è stato dal legislatore oggettivamente circoscritto alla possibilità di prendere visione del libro dei soci e di quello dei verbali dell'*assemblea*, di talché, a rigore, si è in questo caso dinanzi a un controllo che tendenzialmente attiene all'attività sociale *lato sensu* intesa più che alla vera e propria gestione ⁽⁵⁶⁾.

Per quanto concerne specificamente la portata dell'oggetto di tale diritto è necessario notare come possano esservi delle eccezioni in senso estensivo. In questa direzione è utile richiamare un recente arresto giurisprudenziale, che ha inteso chiarire come le limitazioni poste dall'art. 2422 c.c. al diritto in esame non operino nel caso di documenti e/o

azioni, diretto da Colombo e Portale, VII, Torino, Utet, 1994, 14 ss.; BARONI, *Commento all'art. 2422 c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, II, Padova, Cedam, 2005, 1367 ss.; MANGANO, *Commenti agli artt. 2421-2422 c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, II, Napoli, Jovene, 2004, 979 ss.; RIGOTTI, *Commento agli artt. 2421-2422 c.c.*, in *Obblighi. Bilancio. Artt. 2410-2435-bis*, a cura di Notari e Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari, Milano, Giuffrè-Egea, 2006, 313 ss.; QUATRARO, *Commento all'art. 2422 c.c.*, in *Società per azioni (artt. 2410-2447 c.c.)*, in *La riforma del diritto societario*, a cura di Lo Cascio, Milano, Giuffrè, 2003, VI, 51 ss.; PUGLIESE, SANDULLI, *Commento all'art. 2422 c.c.*, in *La riforma delle società. Commentario del D.Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di Sandulli e Santoro, II/1, Torino, Giappichelli, 2003, 793 ss.

Nel diritto vivente si v. Trib. Torino, 12 luglio 2013, disponibile su www.giurisprudenzadelleimprese.it, con massima di MUSITELLI, *Insussistenza del diritto del socio di s.p.a. a consultare la documentazione contabile della società*, in cui è stato statuito che «a differenza che per le s.r.l. (per le quali, mancando a volte il Collegio sindacale e comunque il rimedio ex art. 2409 c.c., l'art. 2476, comma 2, c.c. prevede il diritto dei soci che non partecipano all'amministrazione della società di consultare i libri sociali e i documenti relativi all'amministrazione), per le s.p.a. l'art. 2422, comma 1, c.c. prevede solo che i soci abbiano il diritto di esaminare il libro dei soci e il libro delle adunanze e deliberazioni della società»; cui adde Trib. Milano, 30 marzo 1993 e Id., 22 aprile 1993, in *Giur. comm.*, 1993, II, 743 ss., con nota di RIMINI, *Il diritto di ottenere estratti del libro soci e il possesso della qualità di socio: un caso particolare*; Trib. Crema, 22 febbraio 1990, in *Giur. comm.*, 1990, II, 616 ss., con nota di RIMINI, *L'art. 2422 c.c. e i limiti del diritto di ispezione del socio*; Trib. Crema, 7 marzo 1990, in *Società*, 1990, 768 ss., con il commento di CAVALIERE, *Ampiezza del diritto dell'azionista di ottenere estratti dei libri ispezionati*, in *Giur. it.*, 1990, 417 ss.; Trib. Parma, 19 settembre 2000, in *Dir. giur. agr.*, 2001, 481 ss., con nota di GRASSO, *Sul diritto del socio di ispezionare i libri sociali nelle cooperative*; si v. anche Trib. Bologna, 16 dicembre 1993, in *Giur. comm.*, 1995, II, 614 ss.

⁽⁵⁵⁾ Fermi i limiti rappresentati dalla buona fede e dall'abuso del diritto, similmente a quanto accade per i diritti di informazione nella s.r.l.

⁽⁵⁶⁾ Da notare che il socio non ha diritto di consultare il libro delle adunanze e delle deliberazioni del consiglio di amministrazione e inoltre le annotazioni presenti nel libro dei soci non si riferiscono a fatti gestori, così come del resto anche quelle di cui al libro delle adunanze e delle deliberazioni dell'assemblea dei soci non riguardano direttamente tali profili amministrativi, fatta eccezione esclusivamente per i verbali che contengono il deliberato in punto di approvazione dei bilanci di esercizio, di decisioni su materie di competenza dell'assemblea in sede straordinaria (quali ad esempio aumenti di capitale sociale, fusioni, scissioni e via seguitando) ovvero l'eventuale comunicazione all'assise assembleare di notizie su temi gestori.

informazioni in merito a operazioni che incidano così profondamente sulla struttura e sull'organizzazione dell'impresa, esulando in tal modo dalla competenza gestoria esclusiva dell'organo amministrativo ed essendo rimesse alla competenza dell'assemblea dei soci. Il caso è cioè quello delle operazioni di "interesse primordiale" ⁽⁵⁷⁾. A uno studio più approfondito appare però che tale estensione oggettiva sia in realtà solamente apparente e non riconducibile alla disposizione in oggetto ⁽⁵⁸⁾.

Un'eccezione effettiva rispetto al perimetro oggettivo della norma in esame potrebbe verificarsi invece in relazione al trasferimento della partecipazione azionaria in società non quotata, là dove il potenziale cessionario avanzasse la richiesta di effettuare una *due diligence*. In questo caso, sussisterà in capo agli amministratori un dovere di procedere alla detta ostensione, ma ciò, si intende, nei limiti in cui non risulti pregiudizievole per l'interesse della società e quindi con tutte le opportune cautele in punto di riservatezza, che potrebbero talvolta anche precludere la detta comunicazione di informazioni ⁽⁵⁹⁾.

⁽⁵⁷⁾ Sulle quali si v. *infra*, cap. 3, sez. 2, § 6 e si cfr. Trib. Roma, 1° aprile 2019, in *Foro it.*, 2019, 2559, con nota di richiami di CAPIZZI.

⁽⁵⁸⁾ Ciò in quanto tale profilo appare poco utile indagare al di fuori di una consultazione preventiva rispetto alla realizzazione dell'operazione straordinaria da parte degli amministratori, visto che questa documentazione transitando comunque in certa misura per l'assemblea dei soci risulterà sintetizzata o allegata ai verbali e dunque rientrerà direttamente nell'ambito oggettivo dell'art. 2422 c.c. senza che vi sia effettivamente alcun ampliamento o eccezione (trattasi esattamente del perimetro oggettivo della citata disposizione). La massima e il principio ivi espresso quindi parrebbero, da questa prospettiva, imprecisi. La questione si sposterebbe semmai sul piano del contenuto del verbale assembleare, nonché del suo grado di dettaglio. E allora si tratterà, se del caso, di ricercare un rimedio a una violazione di un diritto di informazione preassembleare. Allorquando questa documentazione che avrebbe dovuto essere sintetizzata o allegata al verbale non sia presente (o lo sia in maniera non significativa) vi saranno profili di illegittimità nella redazione di quest'ultimo, nel senso che se l'informazione in assemblea è stata data, ma non è presente nel verbale, il socio assente non può svolgere il proprio controllo e si dovranno valutare eventuali profili di illegittimità del deliberato e connesse questioni di legittimazione del socio assente a impugnare la deliberazione per mancanza di informazione.

⁽⁵⁹⁾ In argomento, in tempi recenti, si v. SACCHI, *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 Marchetti, Ghezzi e Sacchi, Milano, Giuffrè, 2020, 47 ss. La disamina della questione era già stata oggetto in precedenza, tra gli altri, dello studio di TOMBARI, *Problemi in tema di alienazione della partecipazione azionaria e attività di due diligence*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, 65 ss. In giurisprudenza si v. Trib. Bologna, 23 luglio 2018, in *Società*, 2018, 1380 ss., con nota di MORELLO, *Lineamenti di una teoria e commenti su un caso di negata due diligence*.

Circa le modalità di esercizio del diritto *de quo*, anche dopo la riforma ci si è chiesti se il diritto di ottenere "estratti" comprenda pure il diritto di ottenere una copia integrale del registro ispezionato. Una parte della dottrina e della giurisprudenza ha fornito soluzione negativa, sottolineando che il termine "estratto" rappresenterebbe soltanto una parte dell'intero registro, ragion per cui il diritto di ottenere estratti a proprie spese non potrebbe equivalere al diritto di ottenere una copia dell'intero registro: si cfr. SIMONETTO, *L'informazione del socio e l'ispezione del libro dei soci*, in *Boll. assoc. tecnica banche pop.*, 1975, n. 10, 10 s. si v. Pret. Roma, 15 gennaio 1988, in *Riv. dir. comm.*, 1988, II, 307 ss.; Trib. Mantova, 18 giugno 1956, in *Foro pen.*, 1956, 645 ss., con commento di GERACI, *Note sul diritto dei soci di ispezione dei libri sociali*. La giurisprudenza afferma invece che il diritto di richiedere e ottenere estratti del libro dei soci non deve considerarsi di minore rilievo rispetto al diritto di prendere visione del registro previsto dalla

Si può conclusivamente affermare che nelle imprese azionarie il diritto di ispezione sia particolarmente limitato e irrilevante ai fini del controllo amministrativo, ma è proprio dall'esistenza di questa norma così limitata e dall'assenza di disposizioni di legge differenti e più ampie che si può forse trarre l'idea che il legislatore abbia inteso precludere ai soci di prendere visione di tutti quei libri che riguardano la gestione sociale e in via più lata di ottenere informazioni al riguardo ⁽⁶⁰⁾; e ciò diversamente da quanto accade in altri ordinamenti giuridici, quale ad esempio quello statunitense ⁽⁶¹⁾. Le raggiunte conclusioni

stessa disposizione, ma è piuttosto lo strumento pratico di attuazione del diritto di documentazione che potenzialmente ha lo stesso oggetto e la stessa portata del diritto di ispezione (tranne l'*exceptio doli generalis* nel caso in cui tale richiesta abbia scopi puramente emulativi): si cfr. Cass., 12 ottobre 1994, n. 8332, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1995, I, 1153 ss., con nota di PASQUINO, *Diritto di ispezione e diritto di ottenere estratti dal libro dei soci*; in *Società*, 1995, 175 ss., con commento di FABRIZIO, *Nessun limite alla richiesta di estratti del libro soci*; in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, II, 649 ss., con nota redazionale di richiami; in *Giust. civ.*, 1995, I, p. 123 ss.; parimenti si v. anche Trib. Crema, 22 febbraio 1990, cit., 616, secondo il quale l'art. 2422 c.c. riconosce al socio il diritto «di avere copia dell'intero libro soci o delle assemblee e deliberazioni dei soci con successive richieste di estratti»; Trib. Milano, 30 marzo 1993, nonché Id., 22 aprile 1993, cit., 743, in base al quale si potrebbe anche ottenere una copia dell'intero registro con un'unica richiesta. Su questo argomento si v. anche PORTALE, DOLMETTA, *Questioni in tema di libri sociali obbligatori: il luogo di conservazione ed il diritto di ispezione dei soci; libri sociali e azionisti di risparmio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, I, 291 ss. La suddetta posizione risulta però non condivisibile, giacché non si può negare che l'espressione “estratti” abbia un significato più limitato rispetto all'espressione “copia”; se è vero che una pluralità di estratti può comportare la copia dell'intero, ci si può chiedere perché la norma di legge non abbia semplicemente previsto il diritto di ottenere una copia del registro. In questo senso si cfr. COLOMBO, *I libri sociali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, VII*, Torino, Utet, 1994, 16.

⁽⁶⁰⁾ Questa tesi che esclude l'esistenza di un diritto dell'azionista all'informazione ulteriore rispetto a quella di cui all'art. 2422 c.c. è sostenuta, tra gli altri, da BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, cit., 236 ss. e VISENTINI, *L'informazione societaria e gli azionisti*, in *Riv. soc.*, 1981, 799 ss., secondo il quale l'informazione assembleare dovrebbe essere limitata esclusivamente ai chiarimenti sui dati contabili del progetto di bilancio, con esclusione delle notizie concernenti l'attività di gestione. Tale dottrina limitava tuttavia il problema all'informazione ulteriore in assemblea, senza concentrarsi sull'aspetto extrassembleare, che evidentemente in quel tempo non era marcato come lo è invece oggi. Più recentemente, ad analoga soluzione perviene anche TOMBARI, *Le nuove prospettive dell'“informazione societaria”: il dialogo tra organo amministrativo e soci al di fuori del contesto assembleare*, in *Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, a cura di Id., Torino, Giappichelli, 2018, 2 s.: «le disposizioni contenute negli artt. 2422 c.c. e 130 t.u.f. sembrano escludere l'esistenza di un “diritto” del socio di ricevere informazioni sulla gestione (o sulla strategia) dell'organo amministrativo al di fuori dell'assemblea. E la conclusione non muta anche qualora si consideri che gli azionisti sono destinatari di flussi informativi che ogni emittente deve rivolgere unilateralmente ad ogni investitore e, più in generale, al mercato tramite i canali della *public disclosure*». Per la posizione contraria si v. invece FOSCHINI, *Il diritto dell'azionista all'informazione*, Milano, Giuffrè, 1959, *passim*, che ammette l'esistenza di un diritto dei soci all'informazione argomentandola sulla base delle previgenti disposizioni di cui agli artt. 2374, 2366, 2367 e 2370 c.c., nonché in relazione alla stessa nozione di contratto di società. Per altre varianti di queste tesi basate sul principio di parità informativa si v. in questo paragrafo *infra*, nt. 144.

⁽⁶¹⁾ È qui sufficiente evidenziare che la legge italiana è completamente diversa dalla norma contenuta nella Sezione 220 (b) della *Delaware General Corporation Law (DGCL)* secondo la quale: «any stockholder, in person or by attorney or other agent, shall, upon written demand under oath stating the purpose thereof, have the right during the usual hours for business to inspect for any proper purpose, and to make copies and extracts from: (1) the corporation's stock ledger, a list of its stockholders, and its other books and records; and (2) a subsidiary's books and records, to the extent that: (a) the corporation has actual possession and control of such records of such subsidiary; or (b) the corporation could obtain such records

non cambiano neppure considerando il diritto di informazione degli azionisti di società quotate *ex art.* 130 t.u.f. ⁽⁶²⁾.

Inoltre, secondo questo ordine di idee, un argomento *a contrario* sempre nel senso dell'inesistenza di un diritto di informazione di ogni azionista può pure ricavarsi dall'art. 2476, comma 2, c.c. come formulato *post* riforma, il quale ha rafforzato tale diritto esclusivamente per la s.r.l., sicché l'assenza di una disposizione di analogo tenore dettata con riferimento al tipo per azioni non può essere casuale, bensì è spiegabile come una precisa scelta del legislatore, volta a distinguere i due tipi sociali. È poi di ogni evidenza che riconoscere a ciascun socio penetranti diritti di informazione e ispezione nell'ambito di compagini con una base sociale estremamente estesa, quali appunto possono essere le s.p.a., avrebbe comportato una situazione di difficile, se non impossibile, gestione, determinando un blocco nella stessa attività sociale ⁽⁶³⁾.

Dall'intero quadro appena tratteggiato emerge come sia in realtà sufficientemente indubbio che nella società azionaria non possano rinvenirsi a livello normativo, né del pari

through the exercise of control over such subsidiary, provided that as of the date of the making of the demand: (1) the stockholder inspection of such books and records of the subsidiary would not constitute a breach of an agreement between the corporation or the subsidiary and a person or persons not affiliated with the corporation; and (2) the subsidiary would not have the right under the law applicable to it to deny the corporation access to such books and records upon demand by the corporation [...].» In materia si v. anche COLUZZI, *Responsabilità degli amministratori e diritto di ispezione del socio. Nota a margine del caso Yahoo*, in *Riv. dir. soc.*, 2018, I, 34 ss.

⁽⁶²⁾ In linea con quanto anticipato *supra*, cap. 1, § 1. Sulla norma si v. MORINI, *Commento all'art. 130 t.u.f.*, in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, diretto da Calandra Buonauro, Milano, Cedam-Wolters Kluwer, 2020, 1011 s. e GUIDOTTI, *Commento all'art. 130 t.u.f.*, in *Commentario T.u.f.*, a cura di F. Vella, II, Torino, Giappichelli, 2012, 1427 ss.; tra i primi commenti alla disposizione si segnalano, *ex multis*, FORMICHELLI, *Commento all'art. 130 t.u.f.*, in *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, Giuffrè, 1998, 711 ss.; TERRANOVA, *Commento all'art. 130 t.u.f.*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Capriglione, Padova, Cedam, 1998, 1196 ss.; LAURINI, *Commento all'art. 130 t.u.f.*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, a cura di Marchetti e Bianchi, Milano, Giuffrè, 1999, 1090 ss.; MORERA, *Sull'informazione «pre-assembleare» dei soci (art. 130 T.U. della finanza)*, in *Assemblea degli azionisti e nuove regole del governo societario*, Padova, Cedam, 1999, 163 ss.; STAGNO D'ALCONTRES, *Informazione dei soci e tutela degli azionisti di minoranza nelle società quotate*, cit., 314 ss.; SANTORO, *Profili della disciplina della tutela delle minoranze*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di Patroni Griffi, Sandulli e Santoro, Torino, Giappichelli, 1999, 841 ss.; BELVISO, *L'informazione dei soci nelle società con azioni quotate (art. 130 d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58)*, in *Riv. soc.*, 2000, 828 ss., segn. 852; BLANDINI, *Società quotate e società diffuse. Le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Trattato di diritto civile del Consiglio Nazionale del Notariato*, diretto da Perlingieri, Napoli, ESI, 2005, 289 ss. Questo istituto pone una differenza tra soci e terzi, atteso che menziona solo i primi, anche se l'interpretazione maggioritaria ritiene che tale diritto debba essere riconosciuto anche ai terzi, investitori potenziali, secondo una lettura sistematicamente più coerente, per cui l'informazione societaria negli emittenti è da intendersi alla stregua di informazione al pubblico (e non solo agli investitori attuali): così MARCHETTI, *In tema di funzionamento dell'assemblea: problemi e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2001, 121.

⁽⁶³⁾ Per un'analisi del problema circa la sussistenza dei diritti di controllo nella s.r.l. aperta si può leggere GUIDOTTI, ORCIANI, *Sui diritti di controllo del socio nella s.r.l. aperta*, in *Riv. dir. soc.*, 2022, I, 512 ss.

inferirsi in via d'interpretazione, dei diritti di controllo attinenti a gestione e *governance* riconosciuti a favore della *generalità* degli azionisti considerati *uti singuli*, esternamente rispetto all'assemblea ⁽⁶⁴⁾. Questo non significa però che, da una diversa prospettiva, non sia utile e anzi necessario verificare se vi siano delle ipotesi in cui diversamente l'ordinamento imponga o comunque consenta (e quindi non vieti) un simile controllo esclusivamente da parte di *certe tipologie* di soci ⁽⁶⁵⁾ e, senza particolari limiti di oggetto, sulla gestione in senso ampio ⁽⁶⁶⁾.

Ecco allora che sembra importante servirsi di una chiave esegetico-ricostruttiva volta a verificare, nell'ambito di quell'area "grigia" che circonda i flussi normativizzati (di natura assembleare e di mercato), l'esistenza di legittimi spazi interstiziali per asimmetrie informative, relativamente a profili amministrativi, in ossequio all'ordinamento giuridico societario, nonché, ove le compagini abbiano titoli quotati, pure a quello dei mercati finanziari. In simili termini, l'idea si sostanzia nel tentativo di comprendere se sia o meno possibile recuperare misurate aree nelle quali l'informativa societaria di cui trattasi possa circolare tra l'organo amministrativo e *alcuni* soci ⁽⁶⁷⁾.

Tutto ciò è di estrema importanza, in quanto non costituisce uno sterile esercizio di puro dogmatismo, ma intende ricercare delle *formae juris* in cui ricondurre una prassi estremamente diffusa e pure caldeggiata nell'ambito delle società quotate dai codici di *corporate governance* e dai principi di *stewardship* ⁽⁶⁸⁾ per quanto riguarda gli investitori

⁽⁶⁴⁾ Diversamente da quanto accade in relazione al socio non gestore di s.r.l.

⁽⁶⁵⁾ Si rinvia *infra*, cap. 3, sezz. 2 e 3.

⁽⁶⁶⁾ Sulla perimetrazione dell'oggetto del controllo gestorio ai fini di questo lavoro si v. *supra*, cap. 1, § 2. Per la contraria impostazione che trae dalla mancanza nell'ordinamento di un tale diritto l'impossibilità di flussi informativi selettivi (sulla base del principio della parità di trattamento) si v. *infra*, nt. 122, nonché D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2007, 297 ss., ma la ricostruzione dell'a. pare essere in realtà circoscritta alla sede preassembleare o al contesto della riunione assembleare, sicché il problema è diverso da quello che interessa. In fondo, se vi fosse un diritto di tutti gli azionisti all'informazione non ci sarebbe il problema dell'informazione selettiva.

⁽⁶⁷⁾ L'attualità dell'argomento è dimostrata anche dalla circostanza per cui l'Autorità di vigilanza ha svolto uno studio al riguardo: CONSOB, *Q&A del 18 marzo 2021 sull'informazione selettiva nei confronti dei soci e, in particolare, del socio di controllo nonché sulla pubblicazione delle informazioni privilegiate relative ai piani industriali*, disponibile su www.consob.it. Si v. inoltre la decisione *Stobart Group v. Tinkler* ([2019] EWHC 258 (Comm)) della *High Court* britannica, avente ad oggetto le problematiche sottese al dialogo tra un amministratore nominato da azionisti attivisti e questi ultimi in ordine a profili strategici, nonché, a livello più generale, il ruolo del *board*; detta pronuncia è segnalata da PASSADOR, *Una sentenza della High Court in tema di dialogo tra directors e shareholders*, in *Riv. soc.*, 2019, 906 s.

⁽⁶⁸⁾ A livello italiano si richiama l'art. 1, principio IV del nuovo *Codice di Corporate Governance* (2020), ove, seppure in termini generali, si specifica che «l'organo di amministrazione promuove, nelle forme più opportune, il dialogo con gli azionisti e gli altri *stakeholder* rilevanti per la società». Da considerare inoltre quanto si legge nel commento all'art. 9 della precedente versione del *Codice* (2018): «Il Comitato ritiene che sia nell'interesse degli emittenti instaurare un dialogo continuativo con la generalità degli azionisti e, in particolare, con gli investitori istituzionali, nel rispetto delle norme e procedure che

istituzionali, la quale si fonda su un dialogo *selettivo* che può per gli amministratori costituire fonte di indirizzi non vincolanti, ma certamente importanti, ovvero comunque un'occasione per sottoporre al controllo dei soci la propria attività, il che sarà decisamente favorevole per gli emittenti stessi ⁽⁶⁹⁾.

Il tentativo di ricercare un fondamento di disciplina per questo fenomeno dell'informazione non paritaria, come si è visto estremamente fluido e di assai difficile mappatura giuridica, è tutt'altro che semplice, sol se si consideri la generale equiparazione informativa di *tutti* gli azionisti agli altri soggetti del mercato finanziario: ciò è a dire che, come già sopra precisato, *ogni* socio riceve le informazioni attraverso gli stessi canali con cui vengono fornite al pubblico, ossia alla generalità degli investitori potenziali, senza che si debba formulare alcuna richiesta al riguardo ⁽⁷⁰⁾, sicché può affermarsi che l'ordinamento societario riconosce l'informazione su di un piano essenzialmente paritario ⁽⁷¹⁾. Da questo rilievo parrebbe doversi far discendere l'assunto dell'inesistenza di una posizione privilegiata di *alcuni* soci, tale da consentirgli di avere informazioni supplementari rispetto a quelle di mercato ⁽⁷²⁾.

A ben vedere, siffatta argomentazione circa il carattere di attribuzione paritaria dei diritti informativi da parte del legislatore è certamente vero che non può essere posta a

disciplinano la divulgazione di informazioni privilegiate». Un sufficientemente chiaro riferimento alla selettività dei dialoghi con il *socio di controllo* si evince invece nell'art. 1 di una versione ulteriormente precedente del *Codice* (2015), ove si precisa che «ciascun amministratore assume le proprie scelte con libero apprezzamento, nell'interesse dell'emittente e della generalità degli azionisti», venendo anche considerata e non vietata la situazione in cui «le scelte gestionali siano state *preventivamente* vagliate, indirizzate o comunque influenzate, nei limiti e nel rispetto delle norme di legge applicabili, da chi esercita attività di direzione e coordinamento o dai soggetti che partecipano a un patto di sindacato», fermo restando che «ciascun amministratore è tenuto a deliberare in autonomia [...]». Per ampi riferimenti comparatistici ad altri codici si rinvia a STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, cit., 398-400.

⁽⁶⁹⁾ Il controllo dei soci è indubbiamente fonte di miglioramento della *governance* ed è bene che non si esaurisca solamente nell'esercizio informato del diritto di voto, così fuoriuscendo dal contesto strettamente assembleare.

⁽⁷⁰⁾ RANIELI, *Commento all'art. 114 t.u.f.*, cit., 864 ss.; SFAMENI, *Commento all'art. 114 t.u.f.*, in *La disciplina delle società quotate*, a cura di Marchetti e Bianchi, Milano, Giuffrè, 1999, 526; BIANCHI, *La disciplina italiana dell'informazione societaria, gli azionisti e il mercato: spunti per una discussione*, in *Rapporto IRS*, 1996, 202; MARCHETTI, *In tema di funzionamento dell'assemblea: problemi e prospettive*, cit., 120 s.; RORDORF, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 775 ss., che individua nell'art. 114 t.u.f. il pilastro intorno al quale è stata costruita ampia parte del sistema dell'informazione nei mercati finanziari.

⁽⁷¹⁾ Qualifica l'informazione come un diritto di ogni azionista riconosciuto in base a un principio rigidamente paritario anche GILOTTA, *Trasparenza e riservatezza nella società quotata*, Milano, Giuffrè, 2012, 34 s. e 109 ss., il quale menziona altresì l'art. 2422 c.c. come diritto attribuito a ogni socio.

⁽⁷²⁾ Per la riconduzione del diritto di informazione nella categoria di quelle «situazioni che spettano a qualsiasi socio in quanto tale, e che non sono suscettibili di variazioni dipendenti dall'entità della quota spettante a quel socio», si può leggere D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, Milano, Giuffrè, 1968, 123.

fondamento di una soluzione del problema nel senso dell'ammissibilità di flussi informativi asimmetrici, ma nulla toglie che essa parimenti non sia in grado di fondare una soluzione definitivamente negativa. In altre e forse più dirette parole, non è affatto corretto il sillogismo in base al quale se in via generale l'informazione viene attribuita in modo paritario allora per forza di cose in tutti i casi debba sempre essere così, visto che potrebbero esservi delle ipotesi in cui le cose stiano in modo differente.

Alla luce di questa precisazione di metodo, il percorso dell'analisi da seguire pare essere il seguente: dapprima si prenderà preliminarmente in esame l'esistenza di eccezioni espresse a livello legislativo in cui si deroga al principio di assegnazione paritaria delle prerogative informative, al fine di appurare se possano trarsi da questi esigui diritti di informazione asimmetrica tipizzati dal legislatore dei principi o meglio dei criteri suscettibili di essere generalizzati, al fine di creare uno spazio anche per casi differenti e più ampi ⁽⁷³⁾; dopodiché nell'ipotesi in cui i diritti particolari, come si dimostrerà e qui lo si anticipa, non siano idonei a essere contenutisticamente estesi, occorrerà diversamente impostare l'analisi del problema a livello più generale sulla base del principio di parità informativa ⁽⁷⁴⁾.

4. Le fattispecie espresse di diritti speciali di informazione asimmetrica del socio nel diritto positivo.

In via preliminare ci si occupa ora solamente delle fattispecie espresse concernenti diritti di informazione asimmetrica previsti dalla legge in capo ad alcuni azionisti, ossia di casi "semplici" per i quali non servono particolari ricostruzioni, perché ci sono a monte specifiche disposizioni di legge: si fa riferimento ai flussi informativi infragruppo e quindi anche relativi al bilancio consolidato, nonché all'ipotesi di auto-informazione del socio di controllo amministratore che la legge espressamente consente, anche omettendo di porre un divieto per i soci di rivestire l'ufficio gestorio.

Deve farsi invece diretto rinvio al capitolo successivo per la trattazione delle fattispecie, ancorché in certa misura tipizzate, in cui l'ordinamento prevede una semplice *facoltà* dell'ufficio amministrativo di comunicare selettivamente: si tratta in sostanza

⁽⁷³⁾ L'operazione sarà condotta, *infra*, in questo capitolo, §§ 4, 4.1 e 4.2.

⁽⁷⁴⁾ Come meglio si spiegherà nel prosieguo, *infra*, in questo capitolo, §§ 5-7.

esclusivamente dei sondaggi di mercato di cui all'art. 11 reg. MAR ⁽⁷⁵⁾. Questa scelta nella scansione logica della trattazione è motivata dalla circostanza per cui anche l'analisi della disciplina sul *market sounding* dovrà essere effettuata in chiave profondamente critica ⁽⁷⁶⁾ per appurare se, al di là del dettato espresso della legge, possa configurarsi per altre parallele vie un vero e proprio *dovere* dei gestori.

La scelta di ricercare dapprima dei diritti di alcuni soci cui corrispondono dei doveri degli amministratori e solo successivamente, in caso negativo e in via subordinata, una facoltà degli amministratori di comunicare asimmetricamente risponde in fondo alla considerazione che il controllo inteso come “monitoraggio”, salvo non voler infrangere consolidati paradigmi di teoria generale del diritto, parrebbe più propriamente legarsi a un *diritto* dei soci e non a una *facoltà* degli amministratori di fornire loro informazioni. Infatti, in quest'ultimo caso non sembra fuori luogo eventualmente trattare di un controllo doppiamente *atecnico* e *speciale*, perché, da un lato, a esso non si riconnettono le tradizionali posizioni giuridiche soggettive alle quali si è abituati in tale ambito, ossia può svolgersi anche ove l'ordinamento non abbia previamente attribuito al controllore (gli azionisti) un diritto o un potere, tant'è che il suo svolgimento rimane del tutto condizionato dalla volontà del controllato (l'organo amministrativo), il quale può decidere di impedirlo non fornendo alcuna informazione; dall'altro lato, siccome esso non è riconosciuto in favore della generalità dei soci, bensì solo di alcuni di loro.

4.1. Flussi informativi infragruppo e disciplina del bilancio consolidato.

Nell'ambito dei gruppi societari, ma solo in alcune ipotesi limitate quanto all'oggetto, la legge riconosce all'azionista di controllo e specificamente alla *holding* ⁽⁷⁷⁾ il

⁽⁷⁵⁾ Si svolgerà ivi anche la verifica se le comunicazioni selettive tra i soggetti che interessano siano suscettibili nell'eccezione di normalità *ex art. 10 reg. MAR*, ancorché in realtà questo non può dirsi in senso stretto un caso espressamente tipizzato, perché, diversamente dai sondaggi di mercato in cui *nulla quaestio* (almeno in relazione alle operazioni straordinarie di competenza assembleare), richiede un'attività di interpretazione (inevitabilmente incerta) per giungere a una conclusione eventualmente affermativa (*infra*, cap. 3, sez. 3, §§ 7, 7.1 e 7.2).

⁽⁷⁶⁾ Analogamente a quanto si farà per i casi privi di specifica disciplina, per i quali occorrerà svolgere un'accurata ricostruzione.

⁽⁷⁷⁾ In linea con quanto già anticipato definendo la nozione di controllo gestorio dei soci (*supra*, cap. 1, § 1), è bene ricordare che la differente nozione di controllo ai sensi dell'art. 2359 c.c. risulta limitata alle sole persone giuridiche e quindi non può trovare applicazione nel caso del socio di controllo che sia una persona fisica. Inoltre, nei flussi informativi in ambito di gruppi societari i soggetti coinvolti non sono alcuni soci ma solamente gli organi amministrativi delle società coinvolte. Lo stesso discorso può

diritto/dovere di ottenere informazioni dalle società controllate. Si può quindi affermare che il monitoraggio extrassembleare e asimmetrico ⁽⁷⁸⁾ è un fenomeno non totalmente estraneo all'ordinamento azionario, essendo previste delle disposizioni che rendono doveroso per gli amministratori attivare flussi informativi verso taluni soci.

Volendo procedere all'esame di queste norme si inizia dall'art. 43 d.lgs. 9 aprile 1991, n. 127, che prevede in capo alle società controllate l'obbligo di tempestiva trasmissione all'impresa societaria controllante delle informazioni da quest'ultima richieste e funzionali alla redazione del bilancio consolidato. È evidente, ancorché la norma non lo precisi espressamente, che dall'opposta prospettiva ciò configuri allo stesso tempo un diritto e un dovere per la *holding*. Il carattere limitato dell'oggetto di questa disposizione la rende pacificamente inidonea a consentire di trarre dalla stessa un più generale diritto di informazione non limitato ai dati funzionali alla compilazione degli schemi contabili consolidati ⁽⁷⁹⁾, conclusione che trova maggiore conferma là dove si valorizzi la circostanza che si tratta di un caso eccezionale, in quanto tale necessariamente di stretta interpretazione e sottratto a qualsivoglia esperimento analogico.

L'ulteriore disposizione di legge che assume rilievo in questo contesto è ancora una volta dettata per i gruppi societari, ma viene limitata alle *holding* quotate nell'ambito della già approfondita informazione continua. Si tratta dell'art. 114, comma 2, t.u.f., che attiene all'ampio diritto della società controllante di ricevere dalle controllate le notizie necessarie per adempiere gli obblighi di comunicazione previsti dalla legge, impartendo loro a tale fine specifiche direttive. Il materiale informativo oggetto di questi flussi appare

similmente farsi nell'ipotesi ancora più specifica dell'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento ai sensi degli artt. 2497 ss. c.c.

⁽⁷⁸⁾ In quanto esercitato soltanto da alcuni azionisti e non dall'intera base sociale.

⁽⁷⁹⁾ Si cfr. F. MUCCIARELLI, *L'informazione societaria: destinatari e limiti posti dalla normativa in materia di insider trading*, in *Riv. soc.*, 1999, 767, secondo il quale le informazioni «oggetto della comunicazione doverosa sono circoscritte a quelle necessarie ai fini della redazione del bilancio consolidato, né l'inequivoco valore del dato letterale consente ampliamenti interpretativi, nonché escludendo che il diritto di informazione «sussista in capo all'azionista (eventualmente anche di riferimento) quando tale soggetto non sia chiamato a redigere il bilancio consolidato»; analogamente BONELLI, *Disciplina dei flussi informativi infragrupo nelle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 681; ABBADESSA, *La circolazione delle informazioni all'interno del gruppo*, in *I gruppi di società*, Atti del Convegno Internazionale di Studi, Venezia, 16-17-18 novembre 1995, a cura di Balzarini, Carcano e Mucciarelli, Milano, Giuffrè, 1996, 571; BIANCHI, *Gli effetti giuridici del bilancio consolidato*, in *Giur. comm.*, 1992, I, 475 ss.; COLOMBO, OLIVIERI, *Il bilancio consolidato*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, VII*, Torino, Utet, 1994, 618 ss. e COSTI, *I profili societari della «Legge Amato»*, in *Società*, 1990, 1307, con un argomento *a contrario* desunto dall'ordinamento bancario allora vigente. È stato inoltre chiarito che questi dati possano non limitarsi a quelli contabili presenti nel bilancio della controllata, ancorché permanga la stretta funzionalità alla redazione del bilancio consolidato: si v., *ex pluribus*, FORTUNATO, *Il procedimento di formazione del bilancio consolidato*, in *Giur. comm.*, 1997, I, 206 ss.

estendersi a ogni obbligo di comunicazione, potendo riguardare tanto informazioni *price sensitive* ⁽⁸⁰⁾ quanto, malgrado la collocazione topografica della norma, altre informazioni che non siano tali ⁽⁸¹⁾, anche se il riferimento alla «legge» come fonte di questi obblighi potrebbe in realtà riferirsi in questo contesto semplicemente alle informazioni privilegiate, in quanto pleonastico per altri e differenti obblighi informativi in relazione ai quali già vi sono ulteriori disposizioni più generali che pongono l'obbligo per le controllate di dare corso a flussi ascendenti, basti pensare all'art. 150 t.u.f. che, seppure solo per ampia parte, ricalca i tratti fisionomici dell'art. 2381, comma 5, c.c. dettato per le società chiuse.

È proprio su tale ultima norma che si intende svolgere alcune rilevanti considerazioni e fugare eventuali equivoci. Essa è dettata dal diritto azionario comune per le società chiuse e non è invero esattamente sovrapponibile a quella poc'anzi citata prevista per le società quotate ⁽⁸²⁾, in quanto ha un ambito applicativo soggettivo più ristretto, prevedendo solo in capo agli organi delegati (e non a tutti gli amministratori, come invece fa l'art. 150 t.u.f.) il dovere di riferire all'organo di controllo, con una periodicità semestrale e non trimestrale ⁽⁸³⁾. Si vuole chiarire, come già si è scritto in altra sede e in altro contesto ⁽⁸⁴⁾, che da questo precetto sia giocoforza preferibile trarre un corrispondente *dovere* degli organi amministrativi delle società controllate di fornire informazioni a quelli delegati della società controllante, *affinché* questi ultimi con ciò siano messi in grado di adempiere il dovere a essi imposto dalla disposizione di cui si discorre ⁽⁸⁵⁾.

⁽⁸⁰⁾ Con riferimento alle quali la comunicazione alla controllante è esentata dal giudizio di normalità ai sensi dell'art. 10 reg. MAR. Così DI NOIA, GARGANTINI, *Corporate governance e comunicazione di informazioni privilegiate*, in *Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, a cura di Tombari, Torino, Giappichelli, 2018, 31.

⁽⁸¹⁾ Per questa lettura si v. MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, vol. 4, Padova, Cedam, 2004, 361; nonché ID., *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2011, 278 s., il quale evidenzia anche l'importanza del regolamento di gruppo ai fini della circolazione selettiva delle informazioni infragruppo; GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, Milano, Giuffrè, 2022, 117, nt. 29, ivi anche per riferimenti bibliografici alla posizione contraria.

⁽⁸²⁾ Ferma la precisazione svolta *supra*, cap. 1, § 2, sulla delimitazione del campo d'indagine.

⁽⁸³⁾ Si cfr., tra gli altri, MAGNANI, *Commento all'art. 150 t.u.f.*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza. D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di Marchetti e Bianchi, Milano, Giuffrè, 1999, 1733; BENATTI, *Commento all'art. 150 t.u.f.*, in *Commentario T.u.f.*, a cura di F. Vella, II, Torino, Giappichelli, 2012, 1619 ss. e PARMEGGIANI, *Commento all'art. 150 t.u.f.*, in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, diretto da Calandra Buonauro, Milano, Cedam-Wolters Kluwer, 2020, 1130 s.

⁽⁸⁴⁾ Sia consentito il richiamo di ORCIANI, *Sul controllo individuale del socio non amministratore di s.r.l. nell'ambito dei gruppi societari*, in *Giur. comm.*, 2021, II, 214 ss.

⁽⁸⁵⁾ Dello stesso avviso sono anche CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, in *Trattato di diritto commerciale*, fondato da Costi e diretto da Buonocore, Sez. IV, Tomo 4.VI*, Torino, Giappichelli, 2019, 253 ss.; FRANZONI, *Società per azioni*.

Non appaiono di contro persuasive quelle tesi che ritengono di individuare nella predetta norma un semplice auspicio del legislatore a che le controllanti forniscano le informazioni, semplicemente basandosi sulla circostanza che si prevede solo un obbligo degli organi delegati della controllata di riferire ai deleganti, oltretutto al collegio sindacale, e non anche un corrispondente obbligo per le società controllate, sicché l'obbligo previsto dalla norma dovrebbe ritenersi tacitamente condizionato all'effettiva messa a disposizione di queste informazioni da parte delle *subsidiary companies* e nella loro piena discrezionalità⁽⁸⁶⁾. Molteplici sono gli indici di questo convincimento in fondo basato su una "relazionalità bilaterale" di doveri come posizioni giuridiche soggettive, ossia un dovere di un primo soggetto che può essere adempiuto solo per il tramite della condotta di un secondo soggetto, determinando *ex se* in capo a quest'ultimo un dovere.

Anzitutto, non pare configurabile un dovere condizionato all'attivazione discrezionale dei flussi da parte delle controllate, perché i doveri sono di stretta interpretazione e perciò non possono ritenersi sottoposti a condizione ove ciò non sia espressamente previsto dalla disposizione, il che nel caso in esame non è. A ciò si aggiunga poi che la norma strutturata su un dovere di un soggetto che può essere adempiuto solo tramite la condotta di un altro soggetto, ove non si prevedesse anche un correlativo dovere in capo a quest'ultimo, resterebbe del tutto sprovvista di senso concreto ancora prima che giuridico. Del resto, la teoria generale dell'esegesi giuridica⁽⁸⁷⁾ ha insegnato che deve sempre ritenersi preferibile la lettura per cui una norma abbia un senso rispetto a quella in cui tale senso non abbia. Inoltre, se non vi fosse anche un dovere in capo alle compagini controllate di fornire informazione funzionale a consentire alla controllante l'adempimento del visto obbligo di legge, la *holding* inadempiente verrebbe sanzionata a causa dell'inadeguatezza degli assetti informativi⁽⁸⁸⁾.

Dell'amministrazione e del controllo, in *Commentario del Codice civile Scialoja-Branca*, Galgano, III, Bologna-Roma, Zanichelli-Soc. Ed. Foro it., 2008, 97 s.; BONELLI, *Disciplina dei flussi informativi infragruppo nelle società quotate*, cit., 682 ss.; NIUTTA, *La nuova disciplina delle società controllate: aspetti normativi dell'organizzazione del gruppo di società*, in *Riv. soc.*, 2003, 786 s.

⁽⁸⁶⁾ La posizione è stata originariamente sostenuta, tra gli altri, da GIORGI, *Libertà di informazione e dovere di riservatezza degli amministratori nei gruppi di società*, Torino, Giappichelli, 2005, 2 ss. e più recentemente, seppure in maniera più temperata, da GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, cit., 122.

⁽⁸⁷⁾ Tra gli altri, si v. TARELLO, *L'interpretazione della legge*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da Cicu e Messineo, continuato da Mengoni, Giuffrè, 1980, 64 ss.

⁽⁸⁸⁾ Una definitiva conferma di questa soluzione si può trarre a livello positivo dal poc'anzi citato art. 114, comma 2, t.u.f., che per le società quotate esplicita l'esistenza di un vero e proprio diritto degli amministratori della società controllante di ricevere le informazioni e di un corrispondente obbligo delle società controllate di attivare tali flussi informativi ascendenti, soprattutto ove si condivida la tesi per cui la

Anche ove si ritenga di condividere questa lettura non si può comunque trarre neppure da tale norma, né del pari dall'art. 114, comma 2, t.u.f., il convincimento che sia possibile un'interpretazione estensiva di queste disposizioni volta a riconoscere a ogni socio di controllo o rilevante, indifferentemente dal dato che si tratti di una persona giuridica o di una persona fisica, prerogative informative privilegiate correlate all'entità della sua partecipazione al capitale sociale, proprio perché, come già scritto, si tratta di casi eccezionali in cui i flussi informativi sono giustificati da ragioni dovute alla particolarità dei rapporti.

E, come si è visto, per giungere a questa conclusione non è necessario spingersi a forzature ermeneutiche per negare un dovere delle società controllanti di avviare tali comunicazioni, né sembra a tale fine che si possa porre l'art. 2381, comma 5, c.c. sullo stesso piano concettuale e di tipologia normativa proprio della disciplina dell'*insider dealing*, nella quale la dimensione della partecipazione in una società viene ritenuta proporzionale alla quantità e qualità di informazioni possedute, sicché vi è una mera *presa d'atto* da parte del legislatore dei mercati finanziari di un'ingerenza degli azionisti rilevanti nel governo della società quando si superi una certa entità della partecipazione detenuta, a prescindere dalla circostanza che il soggetto detentore sia o meno una persona giuridica ⁽⁸⁹⁾.

locuzione «obblighi di comunicazione previsti dalla legge» contenuta nello stesso articolo faccia riferimento a *qualsiasi* obbligo di comunicazione (e non solo a quelli relativi alle informazioni privilegiate e quindi rivolti al pubblico) (*supra*, nt. 81). Anche a voler enfatizzare la rubrica dell'art. 114 t.u.f., «Comunicazioni al pubblico», per sostenere che la norma si limita solamente alle informazioni al pubblico (e quindi in sostanza a quelle *price sensitive*, escludendo quelle inter e intra-organiche) non si arriverebbe a conclusioni diverse per le ragioni tutte già spiegate nel testo, ma anzi si cadrebbe in contraddizione là dove si avesse prestato adesione alla tesi estensiva circa l'oggetto dell'obbligo sopra menzionato.

Infine, neppure si potrebbe ricavare un argomento ostativo alla configurazione di un dovere delle controllate di dare avvio alle comunicazioni selettive nella circostanza per cui si verrebbe a subordinare la sussistenza dell'obbligo informativo alla particolare organizzazione del socio di controllo, cui seguirebbe una disparità di trattamento di difficile motivazione. Di quest'ultimo avviso è invece GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, cit., 123, che individua il rischio di operazioni di arbitraggio normativo che spingerebbero il socio di controllo a utilizzare la forma della società azionaria e un organo amministrativo con deleghe esclusivamente per fruire di questo beneficio informativo. È però forse possibile replicare che questo assetto è stato scelto dal legislatore e che il medesimo problema (di arbitraggio normativo) potrebbe aversi in relazione agli stessi gruppi societari ex art. 2359 c.c. che presuppongono persone giuridiche e non fisiche. Sembra che ove il legislatore abbia consentito una certa opzione nell'adozione di modelli, con tutti i connessi vantaggi e svantaggi, non sia possibile sindacare i motivi per cui si scelga l'uno piuttosto che l'altro, salvo i casi manifesti di abuso del diritto, che però non paiono qui in genere ricorrere.

⁽⁸⁹⁾ Come è noto, questa disciplina parifica coloro che detengono azioni in misura pari o superiore al dieci per cento del capitale sociale agli *insider* in senso stretto, vale a dire ad esempio gli amministratori e i componenti del collegio sindacale, soggetti che, in ragione della loro posizione, risultano naturalmente possedere maggiori informazioni.

L'impossibilità di equiparazione di queste due disposizioni emerge con evidenza perché a fronte di un elemento analogo, ossia quello per cui le due norme in considerazione postulano che a monte vi sia stato un flusso informativo selettivo⁽⁹⁰⁾, vi sono marcati elementi differenziali che non devono essere bypassati. Pare cioè che non si possa equiparare una norma come quella dell'art. 114, comma 7, t.u.f., che non prevede neppure espressamente alcun dovere informativo attinente a strutture societarie terze, con quella di cui all'art. 2381, comma 5, c.c., la quale diversamente contempla un testuale dovere per gli organi delegati di documentare anche l'attività delle controllate mediante delle necessarie informazioni di cui essi direttamente non dispongono. È vero e incontestabile che da disposizioni come quella dell'*internal dealing* non si può ricavare nessun indice in ordine alla legittimità *generale* di informazioni selettive tra gestori e soci, perché sono delle mere *prese d'atto* senza uno specifico valore precettivo diretto, ma è altrettanto vero che non si possono equiparare alla norma di diritto societario generale sui flussi informativi intra e inter-organici, per le viste ragioni.

Volendo trarre sinteticamente le conclusioni di quanto argomentato, si può rilevare che al netto di quelle specifiche, circostanziate e rare situazioni previste *ex lege*, che giusta la loro eccezionalità e il carattere oggettivamente limitato non possono erigersi a fondamento di un generale (quanto all'oggetto) diritto di informazione di alcuni azionisti, permane in tutta la sua attualità la questione se il socio di controllo o quelli, comunque, rilevanti debbano (o al limite possano) essere fatti destinatari di una privilegiata veicolazione informativa.

La risposta non può essere fornita a questo stadio della trattazione, ma è utile considerare che se in via molto generale si avesse riguardo al solo elemento della rilevanza della partecipazione del socio al capitale la soluzione sembrerebbe essere di segno negativo; e questo perché la titolarità di una partecipazione di controllo o comunque rilevante (cioè idonea a consentire l'esercizio di una certa influenza sulla vita della compagine

⁽⁹⁰⁾ Offre una differente opinione GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, cit., 5, 120 ss., segn. 121 da cui si cita: «Le disposizioni in esame, diversamente da quelle discusse nel paragrafo che precede, non riconoscono speciali diritti di informazione: nelle norme del codice civile prima richiamate [art. 2381, comma 5, c.c.] non si fa menzione alcuna dell'obbligo della controllata di fornire le informazioni che gli amministratori della controllante sono poi tenuti a comunicare, a seconda dei casi, al *plenum* consiliare, al collegio sindacale, o agli azionisti attraverso la relazione sulla gestione. Similmente, nella disciplina dell'*insider trading* o in quella dell'*insider dealing* non si fa menzione del diritto del socio di controllo o del socio titolare di una quota superiore al 10% di ottenere informazioni precluse alla generalità degli altri azionisti».

sociale) da parte di taluni azionisti di per sé sola può risultare un elemento necessario ma non sufficiente a legittimare un canale informativo selettivo e privilegiato con gli amministratori ⁽⁹¹⁾ e quindi, il che è lo stesso, neppure un diritto di sollecitare questi ultimi al fine di ottenere informazioni aggiuntive rispetto a quelle dovute in base alle norme in materia di assemblea e, in via più ampia, di informazione societaria. Sul punto non è tanto il controllo *ex art. 2359 c.c.* esclusivamente considerato che può far sorgere un diritto, bensì la combinazione con altre circostanze derogatorie della parità informativa ⁽⁹²⁾, come si avrà modo di meglio precisare più oltre ⁽⁹³⁾.

Una soluzione solo in parte differente sembra invece da proporre nel caso in cui al controllo si accompagni anche l'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento da parte della *holding*, la quale diventi inquadrabile alla stregua di una società *capogruppo* ai sensi degli artt. 2497 ss. c.c. È stato ormai ampiamente chiarito in dottrina che se il fenomeno del controllo societario nell'ambito dei gruppi attiene a una dimensione prettamente statica, nel senso che l'impatto sulla gestione delle società controllate è meramente potenziale, ove si riscontri anche l'attività di direzione e coordinamento è certo che l'ingerenza sugli organi amministrativi delle società controllate diventi costante e concreta ⁽⁹⁴⁾.

In questo quadro si può anticipare, salvo approfondire in seguito la questione ⁽⁹⁵⁾, che risulta finanche fisiologico consentire alla società "madre" di *poter* disporre di informazioni anche dettagliate su tutte le imprese a essa sottoposte e che i flussi di dati previsti

⁽⁹¹⁾ Si cfr. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, 30.

⁽⁹²⁾ A titolo di esempio si pensi alle operazioni assembleari, in relazione alle quali si prospetterà un dovere degli amministratori e quindi un diritto (passivo) dei soci a essere informati, soprattutto nelle società quotate. Si rinvia *infra*, cap. 3, sezz. 2 e 3.

⁽⁹³⁾ *Infra*, in questo capitolo, §§ 5 e 6.

⁽⁹⁴⁾ Si v. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, Milano, Giuffrè, 2010, 22: «in sostanza, la disciplina contenuta negli artt. 2497 ss., c.c. è disciplina "generale" di quella specifica figura di esercizio dell'impresa che è la "attività di direzione e coordinamento" di società (ed enti) ed – in quanto tale – è destinata a trovare applicazione in presenza di un'attività (di direzione e coordinamento) *oggettivamente ed effettivamente* (ossia nei suoi profili di "effettività") considerata, a prescindere dagli "strumenti" ovvero dalla "forma" attraverso i quali viene esercitata»; similmente si cfr. MONTALENTI, *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2007, 320 s.; BIANCHI, *Problemi in materia di disciplina dell'attività di direzione e coordinamento*, in *Riv. soc.*, 2014, 420 ss.; SBISA, *Commento all'art. 2497 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari, *Direzione e coordinamento di società*, a cura di Sbisà, Milano, Giuffrè-Egea, 2012, 18 s.; TOMBARI, *Riforma del diritto societario e gruppo di imprese*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 62 s. Per il contesto anteriore alla riforma si v. lo studio monografico di F. VELLA, *Le società holding*, Milano, Giuffrè, 1993, *passim*.

⁽⁹⁵⁾ Ossia il posizionamento e la reale portata del principio di parità informativa: *infra*, in questo capitolo, §§ 5 e 6.

dal diritto azionario generale, così come quelli speciali dettati nell'ambito delle società semplicemente controllate, non possano dirsi in genere sufficienti e che sia pertanto giustificata una deroga al principio della parità informativa ⁽⁹⁶⁾. Tuttavia, da queste circostanze non pare si possa trarre l'argomento per compiere il successivo passo di rendere generali quei diritti speciali di informazione selettiva previsti dalla legge per i gruppi societari e ci si deve invece arrestare a una *facoltà* delle controllate eterodirette di trasmettere informazioni ulteriori rispetto a quelle richieste dalle dette norme ⁽⁹⁷⁾.

Del resto, la soluzione volta a fondare un più generale *dovere* di flussi informativi ascendenti non può basarsi *sic et simpliciter* sull'elemento della direzione e coordinamento, ma andrà ricercata seguendo altri percorsi volti a valutare deroghe "al quadrato" alla parità informativa, nel senso che non solo vi sia una *facoltà* per gli amministratori delle controllate di comunicare, ma un vero e proprio dovere, ossia un diritto della *parent company* di richiedere e ottenere l'avvio di simili flussi.

4.2. L'auto-informazione del socio di controllo amministratore.

Per completare l'esame dei punti di emersione nell'ordinamento azionario di *speciali* diritti asimmetrici di informazione occorre ora considerare una situazione del tutto peculiare, o meglio le implicazioni anche operative che dalla stessa derivano. Si fa riferimento all'espresso dettato normativo che consente la coincidenza della carica gestoria con lo *status socii* e così ammette anche l'ipotesi del socio di controllo amministratore ⁽⁹⁸⁾, non

⁽⁹⁶⁾ Come si avrà modo di spiegare *infra*, cap. 3, sez. 3, la deroga si rinviene per le informazioni privilegiate, nel senso che la direzione e coordinamento può integrare gli estremi dell'eccezione di normalità di cui all'art. 10, comma 1, reg. MAR, che però si muove pur sempre nel perimetro dell'assenza di un divieto di comunicare e quindi dell'esistenza di una *facoltà* in tal senso, giammai di un dovere.

⁽⁹⁷⁾ Sul tema si v. RONDINONE, *La compliance nel diritto dei gruppi di società*, in *La corporate compliance: una nuova frontiera per il diritto*, a cura di G. Rossi, Milano, Giuffrè, 2017, 227 s.; COSTI, *La disciplina dei gruppi bancari*, in *Banca, impr., soc.*, 1990, 344; MONTALENTI, *Corporate governance: raccomandazioni Consob e prospettive di riforma*, in *Riv. soc.*, 1997, 728; ABBADESSA, *La circolazione delle informazioni all'interno del gruppo*, cit., 574 s. e in relazione ai gruppi di banche si v. F. VELLA, *Le società holding*, cit., 218 ss. Su una posizione intermedia si attesta SCOGNAMIGLIO, *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società*, Torino, Giappichelli, 1996, 278 s., che esclude un dovere dei gestori delle società eterodirette ogni volta che ciò possa loro determinare un pregiudizio.

⁽⁹⁸⁾ Segnala il problema dell'azionista di controllo che siede anche nel consiglio di amministrazione dell'emittente, però senza prenderlo in esame, MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, cit., 32. Secondo GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, cit., 10 s., si tratta di «un aspetto che incide significativamente sulla concreta rilevanza pratica del problema dell'ammissibilità del dialogo selettivo con il socio di controllo. Quest'ultimo ha usualmente a propria disposizione una semplice e molto efficace tecnica per superare gli eventuali ostacoli posti dall'ordinamento alla comunicazione selettiva fra società e azionisti: individuare sé stesso quale componente dell'organo amministrativo. L'accesso al consiglio di amministrazione rimuove ogni significativa

esistendo al riguardo alcuna causa di ineleggibilità o incompatibilità ⁽⁹⁹⁾; è infatti notorio che gli amministratori possano indifferentemente essere sia soci che terzi e questo mai da alcuno è stato posto in dubbio, anche se è chiaramente una situazione che può essere foriera di varie problematiche ⁽¹⁰⁰⁾.

Un'ulteriore conferma di questa possibilità, nonché la riprova del carattere fisiologico del conflitto di interessi che si crea dalla presenza in capo a unico soggetto delle due menzionate posizioni, si può trarre pure dalla considerazione che diversamente il legislatore avrebbe imposto in via generale il requisito dell'indipendenza per i componenti dell'ufficio gestorio. È proprio dalla disciplina degli amministratori indipendenti che questa convinzione esce confermata e rafforzata: il Codice civile, in relazione alle società chiuse, prevede una nomina solamente eventuale degli amministratori indipendenti e, peraltro, la condiziona all'esistenza a monte di una previsione statutaria che la consenta ⁽¹⁰¹⁾; del resto, neppure per le società quotate si prevede l'obbligo che l'intero

barriera al trasferimento di informazione, offrendo al *management* una sede idonea per realizzare quelle forme di preventivo coordinamento [...] e permettendo al socio di ottenere agevolmente tutta l'informazione necessaria ai fini di un migliore controllo su coloro ai quali è affidata in concreto la gestione».

⁽⁹⁹⁾ Arg. ex art. 2380-*bis*, comma 2, c.c. Anche una clausola statutaria che limiti l'eleggibilità ai soli soci è ritenuta ammissibile: tra gli altri, si v. SANFILIPPO, *Gli amministratori*, Torino, Giappichelli, 2020, 474. Da questo punto di vista non vi è differenza rispetto alla s.r.l., tanto è vero che la specializzazione degli amministratori di s.p.a. (notoriamente e generalmente maggiore di quelli di s.r.l.) non deriva da un vincolo normativo, ma da un'esigenza di carattere concreto. È stato scritto che «si ritiene insuperabile il dato legislativo secondo cui l'amministrazione può spettare a soci, facendone discendere la conseguenza che è il legislatore stesso che si attende un minor grado di specializzazione professionale dell'amministratore di s.r.l. rispetto a quello di s.p.a., offrendo proprio per questa ragione maggiori poteri di controllo ai soci [non amministratori]»: così SANDULLI, *Azione di responsabilità e di revoca verso gli amministratori di s.r.l.*, in *Società*, 2005, 477 s.; DE COSTA, DE PAOLI AMBROSI, *La responsabilità degli amministratori nella s.r.l.*, in *La responsabilità degli amministratori nelle società di capitali*, a cura di C. Marchetti, Torino, Giappichelli, 226 s.

⁽¹⁰⁰⁾ Si vuole *in limine* precisato che non ci si occuperà del problema dell'*insider* di sé stesso, già ampiamente vagliato con pluralità di approcci e soluzioni tanto dalla giurisprudenza teorica quanto da quella pratica (su cui si v. VENTORUZZO, *Insider di sé stesso*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati*, a cura di Marchetti, Ghezzi e Sacchi, Milano, Giuffrè, 2020, 207 ss.; ID., *Lo strano caso dell'insider di sé stesso*, 25 giugno 2019, disponibile su www.lavoce.info). Da considerare che si tratta di un problema differente rispetto a quello esaminato, che può trovare un punto di contatto nel fatto che talvolta, in alcuni casi passati vaglio della giurisprudenza, il socio di controllo (e *insider* di sé stesso) era allo stesso tempo consigliere di amministrazione della stessa società (si cfr. Cass., 16 ottobre 2017, n. 24310, su cui LOMBARDO, *L'insider di sé stesso alla luce della decisione della Corte di Cassazione (civile)*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 666 ss.).

⁽¹⁰¹⁾ Nell'art. 2387 c.c. si legge che «lo statuto può subordinare l'assunzione della carica di amministratore al possesso di speciali requisiti di indipendenza» anche relativamente «a quelli previsti dai codici di comportamento redatti dalle associazioni di categoria o da società di gestione di mercati regolamentati». Si ritrova un'altra norma sui consiglieri di amministrazione indipendenti nell'ambito della disciplina degli strumenti finanziari ex art. 2351, ult. comma, c.c. su cui si v. CIAN, *Strumenti finanziari e poteri di voce*, Milano, Giuffrè, 2006, 111 ss. Nel contesto anteriore alla riforma del 2003 si riteneva comunque ammissibile, in assenza di alcuna disposizione puntuale al riguardo, la clausola statutaria che richiedesse la nomina

consiglio di amministrazione sia indipendente, essendosi il t.u.f. limitato a prevedere che almeno uno dei componenti presenti i requisiti di indipendenza dettati per i sindaci ⁽¹⁰²⁾.

In questo caso è palese come le comunicazioni selettive risultino del tutto superflue, poiché l'azionista di controllo già ne conosce i contenuti, stante la duplicità di ruoli. La circostanza che l'ordinamento consenta questa commistione di posizioni rende certamente legittima una simile asimmetria informativa rispetto agli altri soci che non ricoprono il medesimo ufficio; si deve però evidenziare che l'azionista sarà considerato *insider* in senso proprio, in quanto appunto amministratore ⁽¹⁰³⁾; da notare, in una prospettiva di costi-benefici, che anche ove il socio di controllo non avesse ricoperto la carica gestoria sarebbe comunque stato equiparato, quanto alla disciplina dei mercati finanziari, a un *insider* in ragione della norma sull'*internal dealing* sulla quale già ci si è soffermati ⁽¹⁰⁴⁾.

L'analisi di questa fattispecie è effettuata ancora una volta nell'ottica di comprendere se da ciò possa trarre linfa l'idea volta a generalizzare i diritti informativi per il socio di controllo o per gli azionisti a esso assimilabili. Ci si deve dunque chiedere se dalla circostanza per cui il legislatore non vieti questa situazione di privilegio informativo per il socio di controllo si possa far discendere un'impostazione volta a ritenere consentite le comunicazioni a favore del socio di riferimento, anche qualora non faccia parte dell'organo gestorio, tenuto conto che il divieto di informazioni selettive generalizzate può

di alcuni amministratori rispondenti al requisito di indipendenza. Così RORDORF, *Gli amministratori indipendenti*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 150 s.

⁽¹⁰²⁾ Il numero minimo degli amministratori indipendenti viene innalzato a due nei casi in cui l'organo si componga di più di sette amministratori. Il riferimento è all'art. 147-ter t.u.f., sul quale si v., tra gli altri, gli studi di CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, cit., 36 ss., ove anche ulteriori riferimenti bibliografici; CALVOSA, *Alcune riflessioni sulla figura degli amministratori indipendenti*, in *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di Annunziata, Milano, Egea, 2016, 45 ss.; REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, 2, Torino, Utet, 2006, 383 ss.

⁽¹⁰³⁾ È di un certo interesse richiamare quanto è stato scritto in relazione a una fattispecie limitrofa a quella di cui si tratta, anche se non totalmente corrispondente, ossia l'amministratore di minoranza che a un tempo sia anche socio e utilizzi le informazioni acquisite in ragione della sua carica gestoria per avviare un'azione di responsabilità ex art. 2393-bis c.c.: «Se poi vi fosse coincidenza assoluta tra la persona dell'amministratore e la persona del socio, non vi sarebbe neppure più il rischio di compimento degli illeciti di natura pubblica [ossia il reato di cui all'art. 184 t.u.f. o l'illecito amministrativo di cui all'art. 187-bis t.u.f. per l'uso di informazioni acquisite come amministratore non esecutivo e quindi con funzioni di controllo/monitoraggio] e impiegate come socio nella causa sociale di responsabilità contro gli amministratori esecutivi non troverebbe altre sanzioni che quelle civili. Analogo discorso varrebbe per il caso in cui l'amministratore della società con titoli diffusi sul mercato del capitale di rischio fosse anche amministratore unico di una società azionista della prima o amministratore delegato della stessa, con potere di deliberare in merito all'azione di responsabilità degli amministratori della società partecipata. Così GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2008, 205 s.

⁽¹⁰⁴⁾ *Supra*, in questo capitolo, § 4.1.

essere semplicemente superato mediante questo espediente del socio di controllo che si auto-nomina amministratore.

La soluzione deve essere negativa, posto che è anzitutto il dato formale a non poter essere superato. Si vuole cioè dire che il generale paradigma di distribuzione e attribuzione dell'informazione societaria adottato dal legislatore risiede nell'assunzione di un certo ruolo, che a seconda dell'oggetto dell'informazione può essere individuato in quello di socio o di investitore potenziale (si pensi all'informazione relativa alle assemblee ovvero comunque a quella fornita all'intero mercato finanziario) oppure nell'occupare un ufficio di gestione o di controllo (come accade in relazione alle informazioni strettamente amministrative e inerenti scelte strategiche). Sarebbe improprio e contrario a questo metodo di allocazione del "bene" informazione riconoscere a favore di un soggetto, appunto l'azionista di controllo, il *surplus* informativo che spetta a soggetti diversi in ragione della loro posizione, ossia ai gestori, solo perché egli, in quanto tale e ove lo volesse, potrebbe ottenere quel bagaglio conoscitivo rivestendo l'ufficio al quale questo si riconnette.

La particolare linearità di questo rilievo formale sembra già ampiamente sufficiente per fondare la soluzione nel senso indicato, senza che per suffragare tale conclusione sia necessario spostare l'indagine su profili di matrice più sostanziale ⁽¹⁰⁵⁾, che presterebbero forse il fianco a maggiori obiezioni. Quello che si intende sostenere è che la possibilità di trattare il "semplice" azionista alla stregua di un amministratore dal punto di vista informativo non può essere esclusa in base all'argomento delle differenze in punto di (ir)responsabilità tra i due, nel senso che il primo soggetto è irresponsabile in quanto solo socio, mentre il secondo è responsabile siccome amministratore. Si allude cioè alle differenze in punto di obblighi e responsabilità dell'amministratore socio rispetto a quelli del "puro" azionista di controllo; più in dettaglio bisogna evidenziare come in realtà anche il socio di controllo non gestore possa incorrere in responsabilità quale amministratore di fatto tutte le volte che l'interazione con l'organo amministrativo, pure dal punto di vista

⁽¹⁰⁵⁾ Per questi aspetti sostanziali si v. GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, cit., 10 s., nonché segn. nt. 36, il quale scrive che «non è indifferente, soprattutto dalla prospettiva degli azionisti di minoranza, che il socio riceva l'informazione nelle vesti di amministratore della società piuttosto che in quelle di semplice azionista. Nel primo caso il socio assume un insieme di doveri e responsabilità verso la società – e dunque indirettamente anche verso gli azionisti di minoranza – che permettono a questi ultimi di sanzionare più agevolmente eventuali usi impropri dell'informazione. Nel secondo caso, invece, la tendenziale irresponsabilità del socio rende questo compito più arduo». E ancora «non vi è nulla di intrinsecamente patologico nella decisione del socio di assumere le vesti di amministratore per avere più ampio accesso all'informazione. Anzi, può affermarsi che proprio in questo modo si riconduce il sistema a quello che è il suo stato fisiologico».

informativo, sia particolarmente intensa da *vincolare* quest'ultimo ⁽¹⁰⁶⁾ nelle decisioni o comunque da incidere sul procedimento gestionale estensivamente inteso ⁽¹⁰⁷⁾.

Tutto ciò chiarito, mette conto segnalare che il punto resta lo stesso: sulla piena ammissibilità della figura del socio di controllo amministratore, così come già si è dimostrato per le norme sui flussi selettivi a favore della società controllata nei gruppi societari ⁽¹⁰⁸⁾, non ci si può basare per estendere la legittimità di tali comunicazioni oltre gli stretti confini propri di queste fattispecie ⁽¹⁰⁹⁾; al limite, si tratta di casi utili a dimostrare che il fenomeno del monitoraggio extrassembleare e in regime non paritario non è totalmente ignorato dal legislatore, ma in realtà nulla di più. Diventa allora necessaria un'analisi per individuare se esistano delle eventuali deroghe al principio di parità informativa nelle sue varie declinazioni ordinamentali.

In chiusura di questo discorso, per completezza è utile dedicare qualche riflessione più spiccatamente di politica della *corporate governance* agli effetti dovuti alla presenza nel *board* del socio di controllo. Nonostante alcune posizioni nella dottrina internazionale ritengano esenti da problemi di agenzia tra socio di controllo e amministratori le compagnie che presentino un *concentrated ownership pattern* ⁽¹¹⁰⁾, il fenomeno in svariati casi pare poter implicare effetti negativi, visto che non è remota l'ipotesi di un consiglio di amministrazione che venga a piegarsi sul gruppo di comando ⁽¹¹¹⁾. A ciò consegue che

⁽¹⁰⁶⁾ Su tale profilo si v. *supra*, all'altezza della nt. 39 e *infra*, nt. 163.

⁽¹⁰⁷⁾ E cioè nelle consequenziali fasi di proposta, discussione e deliberazione finale.

⁽¹⁰⁸⁾ *Supra*, in questo capitolo, § 4.1.

⁽¹⁰⁹⁾ E quindi dagli stessi casi particolari non si può inferire un criterio generale per riconoscere al socio di controllo o comunque a quelli rilevanti un diritto di informazione ulteriore.

⁽¹¹⁰⁾ È noto che i costi di agenzia siano direttamente proporzionali alla separazione tra proprietà e controllo, posto che il *controlling shareholder* dispone dei mezzi e degli incentivi per monitorare adeguatamente l'azione del *board*. Per la classica letteratura in argomento di *agency problem* si v. JENSEN, MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, 305 ss.; FAMA, JENSEN, *Agency Problems and Residual Claims*, in *Journal of Law & Economics*, 1983, 327 ss. In particolare, per la posizione in base alla quale la proprietà concentrata e la protezione degli investitori possono servire come fondamentali meccanismi di contenimento e riduzione dei costi di agenzia dovuti alla separazione tra proprietà e controllo: si v. SHLEIFER, VISHNY, *A Survey of Corporate Governance*, in *Journal of Finance*, 1997, 737 ss.; GILSON, GORDON, *Controlling Controlling Shareholders*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2003, 785; RACHAGAN, *Agency costs in controlled companies*, in *Singapore Journal of Legal Studies*, 2006, 264 ss.

⁽¹¹¹⁾ Già MENGONI, *Recenti mutamenti nella struttura e nella gerarchia dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 1958, 689 ss., il quale spiegava il progressivo venire meno della nozione di proprietà della società in favore di un capitalismo manageriale, evidenziava tuttavia che tale percorso non poteva dirsi totalmente compiuto in relazione a quelle compagnie sociali caratterizzate da una struttura proprietaria concentrata ovvero talvolta anche familiare, atteso che in simili fattispecie gli amministratori sono persone di fiducia del gruppo di controllo e dunque perseguono gli interessi esclusivi di questo, che naturalmente possono collidere con quelli di altre *constituency*. In sostanza a venire in rilievo è il c.d. *risk of private benefit extraction*, la cui intensità dipende dalla qualità della legislazione volta ad arginare tale fenomeno («countries with good law

ove al termine di tale studio si riesca a individuare una soluzione che consenta il monitoraggio da parte dei soci rilevanti mediante flussi informativi asimmetrici, questo potrebbe indirettamente sortire degli effetti favorevoli in punto di composizione dell'organo amministrativo, evitando che l'eventuale ingresso nel medesimo da parte del socio di controllo sia esclusivamente animato da un bisogno informativo.

Sulla scia del ragionamento appena svolto è poi da notare che nei sistemi a proprietà prevalentemente concentrata, qual è appunto quello italiano, neppure la sopra menzionata figura dell'amministratore indipendente ⁽¹¹²⁾ è stata ritenuta perfettamente in grado di assolvere alla sua propria funzione di contenere e gestire il problema di *agency* che si materializza nel conflitto di interessi «non tra *management* e azionisti, ma tra coalizione azionista di controllo-*management* e soci di minoranza», atteso che vi potrebbe essere «un rischio maggiore di cattura degli amministratori indipendenti da parte dell'azionista di controllo» ⁽¹¹³⁾.

Oltre a questo rilievo critico, si aggiunge che la coincidenza tra gli amministratori di minoranza e quelli indipendenti non può considerarsi un assioma, in quanto la sua

and countries with bad law»): GILSON, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, in *Harvard Law Review*, 2006, 1649. Il problema è certamente risalente e con riferimento al contesto europeo è stato da lungo tempo evidenziato anche proponendo delle interessanti soluzioni in chiave di riforma del diritto in allora vigente: ENRIQUES, VOLPIN, *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, in *Journal of Economic Perspective*, 2007, 122 ss.

⁽¹¹²⁾ Particolarmente complessa è l'individuazione di una definizione di amministratore indipendente, in relazione alla quale il variegato dibattito dottrinale viene essenzialmente a convergere sulla necessità che la sostanza prevalga sulla forma. A ciò si aggiunga che «nel contesto italiano la funzione dell'amministratore indipendente si caratterizza per una sua propensione a fungere da garante dell'interesse sociale e dei soci di minoranza nei confronti non tanto e non solo degli organi delegati, ma soprattutto dell'azionista di controllo in modo tale da evitare la cosiddetta estrazione privata dei benefici del controllo» (si v. DE NICOLA, *Il diritto dei controlli societari*, Torino, Giappichelli, 2023, 9 ss.). Ai fini di meglio individuare la figura dell'amministratore indipendente si può considerare la definizione individuata dalla Commissione Europea nella sua Raccomandazione del 15 febbraio 2005 che lega l'indipendenza alla libertà da relazioni professionali, familiari o di altro genere con la società, il suo azionista di controllo o con i dirigenti di entrambi, che creino un conflitto di interesse tale da poter influenzare il suo giudizio. Sul carattere proteiforme della nozione di indipendenza si possono leggere gli scritti di REGOLI, *Gli amministratori indipendenti: alcune considerazioni per un più efficace funzionamento di questo strumento di governance nel sistema dei controlli sulla gestione*, in *Dialogo sul sistema dei controlli nelle società*, a cura di Abbadessa, Torino, Giappichelli, 2015, 63 ss.; FERRO-LUZZI, *Indipendente ... da chi; da cosa?*, in *Riv. soc.*, 2008, 207 s.; PISANI MASSAMORMILE, *Appunti sugli amministratori indipendenti*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, I, 241 ss.; DE NICOLA, *Il diritto dei controlli societari*, cit., 9 ss.

⁽¹¹³⁾ Così BELCREDI, *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, e dintorni*, in *Riv. soc.*, 2005, 853 ss., nonché TOMBARI, *Verso uno «statuto speciale» degli amministratori indipendenti (Prime considerazioni sul d.lgs. n. 303/2006 e sulle modifiche al Regolamento Consob in materia di emittenti)*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, I, 51 ss.; sul punto si cfr. anche STELLA RICHTER jr, *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 196 ss.; ID., *Sulla composizione e sulla elezione dell'organo amministrativo di una società quotata*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, I, 51 ss.; DENOZZA, *L'amministratore di minoranza e i suoi critici*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 767 ss.

condivisibilità verrebbe a dipendere dalla condotta degli azionisti di minoranza, posto che gli amministratori di minoranza, anziché essere indipendenti, potrebbero divenire rappresentanti degli interessi particolari degli azionisti che li hanno eletti, ove questi ultimi siano titolari di una partecipazione di un certo rilievo; in altri termini, non è detto che gli amministratori di minoranza siano garanti dell'interesse sociale ⁽¹¹⁴⁾, trattandosi di amministratori espressione di particolari interessi ⁽¹¹⁵⁾. Per quanto attiene al rapporto tra il requisito di indipendenza degli amministratori e la loro nomina da parte della minoranza *ex art. 147-ter*, comma 3, t.u.f. ⁽¹¹⁶⁾ è stato messo in luce che l'amministratore indipendente e quello di minoranza presentano vari punti di contatto, trattandosi di ruoli entrambi non esecutivi, di soggetti che non sono espressione del gruppo di comando e svolgono una funzione essenzialmente di controllo; siffatte analogie non determinano però una costante assimilabilità dell'amministratore indipendente a quello eletto dalla minoranza ⁽¹¹⁷⁾, anche tenuto conto che l'amministratore di minoranza non necessariamente deve possedere i requisiti di indipendenza ⁽¹¹⁸⁾.

⁽¹¹⁴⁾ Su cui si v. *infra*, cap. 3, sez. 3, § 2.

⁽¹¹⁵⁾ Per una valutazione critica del ruolo degli amministratori indipendenti nelle società a proprietà concentrata si v. altresì FERRARINI, FILIPPELLI, *Independent directors and controlling shareholders*, in *Orizz. dir. comm.*, 2013, 1 ss. È stato evidenziato da GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari* cit., 205 s., che «l'amministratore di minoranza non è legittimato a trasmettere informazioni riguardanti la società agli azionisti che ne hanno favorito l'elezione: l'istituto non dovrebbe fornire strumenti informativi ai soci di minoranza che potrebbero essere propensi ad avviare azione di responsabilità contro gli amministratori. In realtà, l'amministratore di minoranza dotato di una partecipazione rilevante che nominasse in consiglio un proprio amministratore potrebbe trarre un beneficio diretto dalla nomina in termini informativi, significativi anche ai fini di un'azione derivata. Salvo, infatti, che le informazioni passate dall'amministratore all'azionista che lo ha nominato siano considerate privilegiate ai sensi dell'art. 181 t.u.f. e, quindi, che la loro comunicazione configuri il reato di cui all'art. 184 t.u.f. o l'illecito amministrativo di cui all'art. 187-bis t.u.f., in caso di comunicazione al socio di minoranza l'amministratore rischia soltanto la revoca».

⁽¹¹⁶⁾ Che pone l'obbligo di nomina di almeno uno degli amministratori da parte dei soci di minoranza.

⁽¹¹⁷⁾ Si v. STRAMPELLI, *Sistemi di controllo e indipendenza nelle società per azioni*, Milano, Egea, 2013, 103, che di questo assunto «trae conferma dal tenore letterale dell'art. 147-ter, comma 3, t.u.f. che, in caso di adozione del modello monistico, richiede al componente espresso dalla lista di minoranza il possesso dei requisiti di indipendenza (oltre che di professionalità e onorabilità) previsti per i sindaci. Analoga indicazione può desumersi dall'inciso iniziale del quarto comma dell'art. 147 t.u.f., là dove specifica che la nomina di almeno un amministratore indipendente è richiesta «in aggiunta» a quella dell'amministratore di minoranza».

Interessante a questo riguardo è pure la lettura che, muovendo dallo studio dell'esperienza americana nella composizione dei consigli di amministrazione, argomenta nel senso della «concreta impossibilità, in presenza di concentrazione del capitale, di ottenere una duratura indipendenza dei soggetti deputati alla vigilanza sull'operato degli esecutivi, [il che deve] indurre a sostituirla con la nomina da parte dei soggetti (una categoria organizzata di azionisti) nel cui interesse il monitoraggio sull'attività gestoria deve eseguirsi». Si v. PRESTI, MACCABRUNI, *Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglosassoni*, in *Analisi giur. econ.*, 2003, 100 ss. e per una critica sull'effettiva indipendenza degli amministratori si v. già G. ROSSI, *Concorrenza, mercati finanziari e diritto societario*, in *Riv. soc.*, 1999, 1315 s.

⁽¹¹⁸⁾ Di cui all'art. 147-ter, comma 4, t.u.f. della citata disposizione.

5. *Il problema della parità informativa quale principio multi-ordinamentale: posizionamento e reale portata.*

Alla luce di quanto si è in precedenza precisato sui diritti eccezionali di informazione selettiva, è emersa la necessità per gli azionisti rilevanti di comunicare con gli amministratori al di fuori di questi casi espressamente disciplinati, i quali hanno una valenza puramente *de residuo* che evidenzia come non si possa fare affidamento solo sugli stessi ai fini di realizzare un appropriato controllo sulla gestione. Tutto questo non può che avvenire in uno spazio che si potrebbe quasi definire vuoto di specifico diritto ⁽¹¹⁹⁾.

Questa circostanza per cui nell'ordinamento difetti, eccettuate le fattispecie appena esaminate, un *espresso* diritto del socio di controllo o di quelli rilevanti di ricevere passivamente ⁽¹²⁰⁾ oppure anche attivamente informazioni ulteriori rispetto a quelle di diffusione collettiva ⁽¹²¹⁾ non fa venire meno la necessità di ricercare spazi per tali diritti, né può indurre a prospettare una soluzione negativa di chiusura definitiva dell'analisi ⁽¹²²⁾. Il che richiede di abbracciare una prospettiva più generale e posizionare correttamente il problema della parità informativa per individuarne l'effettiva portata, anche e soprattutto nella sua dimensione multi-ordinamentale, precisandone e definendone il contenuto. La trattazione che ora si svolge risulta pertanto strettamente propedeutica a tutta la successiva analisi, ponendone le necessarie fondamenta dogmatiche.

Prima di procedere in questo senso è però preliminarmente necessario spiegare il perché della scelta di anteporre la strutturazione del problema sulla base del principio della

⁽¹¹⁹⁾ Al netto delle precisazioni che si svolgeranno *infra*, cap. 3, sez. 3.

⁽¹²⁰⁾ Ossia senza alcuna sollecitazione di questi ultimi verso gli amministratori: un diritto che quanto alle modalità con cui viene in rilievo è analogo al diritto avente ad oggetto l'informazione societaria indirizzata alla generalità degli investitori e quindi al mercato in via ampia, che però si rivolge solo ad alcuni soci.

⁽¹²¹⁾ Informazioni aventi un oggetto naturalmente differente o complementare rispetto a quello dell'informazione al mercato e quindi dell'informazione contabile in senso stretto. Si allude alla relazione al bilancio *ex art.* 2428 c.c. e alle relazioni finanziarie periodiche *ex art.* 154-ter t.u.f. Anche questo profilo è importante per ricostruire il fenomeno dell'informazione dell'azionista, evitando così di fornire una lettura estremamente settoriale dell'argomento.

⁽¹²²⁾ In dottrina, ma in tempi in cui il problema del controllo extrassembleare in una dimensione di *unequal information* era sicuramente molto meno sentito, taluni hanno ritenuto che la mancanza di un diritto riconosciuto dal legislatore a *tutti* gli azionisti (su cui si v. *supra*, in questo capitolo, § 3), quanto alle informazioni ulteriori, determinerebbe sempre l'applicazione della «regola della pari negazione» a tutti gli azionisti dell'informazione con il correlato divieto per gli amministratori di comunicare selettivamente. La tesi è di D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, cit., 297 ss. Come si può notare, si tratta di una posizione molto forte, ove riferita al contesto odierno, che trae la mancanza di un diritto di informazione asimmetrica non già direttamente dall'assenza di una specifica norma che riconosca ai soci *rilevanti* un simile diritto avente contenuti *generali*, ma addirittura dall'inesistenza di un *generale* (quanto ad oggetto e soggetto) diritto di informazione dell'azionista.

parità di trattamento, nella sua più circoscritta portata informativa che in questo contesto propriamente rileva, rispetto all'analisi teorica ed empirica delle singole fattispecie di comunicazioni asimmetriche funzionali all'esercizio del monitoraggio sull'amministrazione, diversamente dallo schema logico adottato dalla dottrina che si è occupata dell'argomento ⁽¹²³⁾.

La ragione risiede nella circostanza, alle volte non adeguatamente considerata, che pure in sede di analisi atta a verificare se vi sia un dovere, una facoltà oppure un divieto per gli amministratori di dare corso ai flussi informativi selettivi ⁽¹²⁴⁾ non si sta invero trattando di qualcosa di differente rispetto alla parità di trattamento, ma si stanno ricercando delle deroghe alla stessa e questa operazione non è possibile svolgere a ragion veduta se non si è in origine impostato il principio in parola e chiarita la sua portata, visto che ciò potrebbe influenzare anche radicalmente le soluzioni che poi si prospetteranno. In altri termini, nello studio del controllo gestorio degli azionisti, così come dell'informazione selettiva che di esso costituisce il presupposto logico di estrinsecazione, il principio della parità informativa non può essere un problema da trattare come profilo conclusivo dell'analisi, quasi fosse una verifica o un argomento *a fortiori*, bensì costituisce il nucleo attorno al quale far ruotare l'intera disamina e richiede un suo settaggio iniziale ⁽¹²⁵⁾.

A completamento di quanto appena scritto, si vuole sin da subito chiarito che il principio di parità informativa, per ora considerato in via generale e quindi non declinato rispetto a uno specifico ordinamento, deve essere ai nostri fini esaminato in due dimensioni inscindibilmente legate da preliminarità logica.

La prima è quella che si potrebbe definire *ab interno*, il che significa compiere una verifica "dentro" il principio per comprendere con esattezza quale sia il suo contenuto, in modo da poter poi effettuare un controllo in ordine alla sussumibilità delle interazioni selettive nell'ambito della parità informativa, secondo il noto sillogismo basato su premessa e sintesi; la domanda alla quale si deve rispondere è la seguente: vi è certezza che la *selective disclosure* della quale ci sta occupando sia davvero riconducibile alla parità

⁽¹²³⁾ Si v. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, cit., 75 ss. e GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, cit., 191 ss.

⁽¹²⁴⁾ La quale si svolgerà *infra*, cap. 3, sezz. 2 e 3.

⁽¹²⁵⁾ A dimostrazione di ciò, si può esemplificativamente rilevare che ove ci si occuperà dell'esenzione di normalità di cui all'art. 10 reg. MAR si sta comunque esaminando il principio di parità di trattamento, che può dirsi implicito nell'intero mercato finanziario e volto a garantire il suo corretto funzionamento, nonché un'efficiente allocazione dei beni al suo interno. È da notare in questo senso che pure la disciplina del reato di *insider trading*, così come le eccezioni rispetto allo stesso, è estrinsecazione del detto principio.

di trattamento informativo? In altre parole, la parità di trattamento (per il momento) di per sé sola considerata risulta applicabile a questo fenomeno?

La seconda, che si rinvia più oltre ⁽¹²⁶⁾ e presuppone una soluzione affermativa alla prima ⁽¹²⁷⁾, è un tipo di analisi che si potrebbe definire *ab externo* rispetto al principio, in quanto volta a ricercare “fuori” dallo stesso delle *deroghe ex lege*. Appare chiaro che partire da questo secondo profilo, ossia dalle eccezioni al principio, oltre a generare una certa confusione, sarebbe metodologicamente non corretto, atteso che è solo dalla regola che si può valutare l’eccezione.

Iniziando con la prima prospettiva, si fa notare che questo tipo di verifica volta a chiarire se i flussi informativi selettivi rientrano nell’ambito del detto principio e siano quindi vietati è tutt’altro che scontata e superflua, anche tenuto conto che in realtà ampia parte della giuscommercialistica ha ipotizzato di risolvere il problema, appunto a livello interno al principio, argomentando in nuce nel senso che la parità informativa riguarda le azioni e non è assoluta, bensì relativa, tant’è che la posizione del socio di controllo e degli investitori istituzionali non potrebbe essere equiparata a quella degli investitori *retail* ⁽¹²⁸⁾; il risultato è dunque quello della non sussumibilità della fattispecie all’interno del visto principio.

Orbene, per effettuare questa operazione è chiaramente necessario vagliare il contenuto e i confini della parità di cui trattasi, tenendo conto della sua duplice dimensione

⁽¹²⁶⁾ *Infra*, cap. 3, sezz. 2 e 3.

⁽¹²⁷⁾ Vale a dire la dimostrazione della piena sussumibilità in via generale delle comunicazioni selettive nel principio della parità informativa, di cui è inevitabile prendere atto, come si dirà al termine di questo paragrafo.

⁽¹²⁸⁾ Si cfr. STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, cit., 414: «l’uguaglianza tra le azioni di medesima categoria è assoluta, quella tra gli azionisti (possessori di azioni di medesima categoria) è relativa e dipende dall’entità della partecipazione posseduta, come appare confermato anche dalla formulazione 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 identiche condizioni*»; nonché BALP, STRAMPELLI, *Institutional Investor ESG Engagement: The European Experience*, in *Eur. Bus. Org. L. Rev.*, 2022, 869 ss.; MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, cit., 76. Sulla medesima circostanza si v. anche G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*¹⁰, Torino, Utet, 2020, 197-201. È stato inoltre scritto che: «la struttura della s.p.a. si sviluppa per categorie di relazioni di investimento, non per singoli rapporti», volendo con ciò intendere che un diverso trattamento degli azionisti potrebbe registrarsi solamente in riferimento all’ipotesi in cui essi siano titolari di un numero di azioni diverso. Si v. CIAN, SANDEI, *Commento all’art. 2348 c.c.*, in *Delle società-Dell’azienda-Della concorrenza. Commentario (artt. 2247-2378)*, a cura di Santosuosso, Torino, Utet, 2015, 909 ss. da cui è tratto il virgolettato.

ordinamentale ⁽¹²⁹⁾. È la struttura composita dello statuto normativo della società con azioni quotate, cui si applicano in parte le norme comuni, quelle speciali dettate dal t.u.f. e dal regolamento Emittenti ⁽¹³⁰⁾, a determinare tale convivenza di principi nominalisticamente uguali, ma concepiti con *rationes* differenti.

Si deve partire proprio dal rilievo sopra esposto, segnalando che almeno stando al dato intrinsecamente positivo, nell'ordinamento azionario risulta codificato solo un principio di eguaglianza dei diritti attribuiti da ciascuna azione, ma non un più ampio principio di parità di trattamento degli azionisti semplicemente considerati come tali: questo è quanto si trae dall'art. 2348, comma 1, c.c.

Si potrebbe allora argomentare nel senso che un simile principio non possa venire in rilievo in quei casi in cui la legge (o lo statuto) ⁽¹³¹⁾ non attribuisca previamente un diritto agli azionisti. Il che sembrerebbe ricorrere anche per i flussi informativi selettivi, atteso che, lo si è visto ⁽¹³²⁾, il legislatore non ha (espressamente) codificato un diritto dell'azionista all'informazione (ulteriore rispetto a quella preassembleare e assembleare, oltreché a quella continua, ossia extrassembleare e codificata), quale corollario della partecipazione azionaria, neppure configurandolo come diritto della minoranza e quindi subordinandolo alla titolarità in capo all'azionista di una certa percentuale di capitale sociale.

Questo modo di ragionare postula però che dalla parità di diritti delle *azioni* non si possa desumere la più ampia parità di trattamento degli *azionisti* e si scontra con l'idea da lungo tempo consolidata che rintraccia nell'ordinamento azionario un connaturato e trasversale principio di uguale trattamento dei soci, a prescindere dal contenuto precettivo della disposizione sopra citata. È quindi quanto più opportuno verificare la condivisibilità di questo assunto.

La parità dei diritti non può essere sovrapposta alla parità di trattamento, in quanto la prima nozione ha un carattere statico, attenendo all'individuazione *iniziale* dei diritti riconosciuti a ciascun azionista, mentre la seconda assume una valenza dinamica nel trattamento dei soci in relazione ai diritti che a monte sono stati loro riconosciuti dal

⁽¹²⁹⁾ La prima di diritto azionario comune, la seconda di diritto dei mercati finanziari, cui deve a rigore aggiungersene una terza, all'interno della precedente, attinente segnatamente all'informazione privilegiata. Si v. anche *infra*, in questo capitolo, § 6.

⁽¹³⁰⁾ Sulla ricostruzione dello statuto normativo della società quotata si v. GUIDOTTI, *La società con azioni quotate*, Milano, Wolters Kluwer, 2021, 22 ss.

⁽¹³¹⁾ Su cui si v. *infra*, cap. 3, sez. 3, §§ 9, 9.1-9.4.

⁽¹³²⁾ *Supra*, in questo capitolo, §§ 3, 4, 4.1 e 4.2.

legislatore ⁽¹³³⁾. È fondamentale ricercare l'esistenza di una «regola di giustizia», posto che la differenza nell'attribuzione originaria, da parte del legislatore o talvolta dell'autonomia statutaria, potrebbe essere posta a fondamento di un diverso trattamento degli azionisti, mantenendo anche nel momento dello svolgimento del rapporto sociale quelle differenze che sono state poste con l'iniziale attribuzione dei diritti e delle azioni. Diversamente, potrebbe anche accadere che a fronte dell'originaria disparità di diritti la regola di giustizia imponga agli organi sociali di trattare gli azionisti secondo eguali condizioni, nonostante le diversità nelle situazioni originarie. È però certo che a fronte di una mancata attribuzione *ab origine* di un diritto differenziato (da parte delle norme giuridiche) si determina l'impossibilità di adottare un trattamento differenziato.

Inoltre, è importante tenere concettualmente ben distinto il binomio di cui si è trattato sopra, ossia parità dei diritti e parità di trattamento, rispetto a quello di eguaglianza delle azioni ed eguaglianza degli azionisti ⁽¹³⁴⁾. La circostanza per cui i diritti attribuiti dalle azioni ai loro possessori siano eguali trova come visto un ancoraggio nel diritto positivo, ma si tratta pur sempre di una nozione “debole” di eguaglianza, ovvero relativa, nel senso che certi diritti amministrativi e patrimoniali vengono riconosciuti in proporzione al capitale sociale di cui l'azionista è titolare ⁽¹³⁵⁾.

⁽¹³³⁾ È stato scritto che: «la distinzione tra i due aspetti della parità è evidente. Il tema della parità dei diritti riguarda il modo in cui le posizioni giuridiche debbono essere attribuite ai membri della collettività organizzata e, se, eventualmente, in questa distribuzione debba essere garantita (ed in quale misura) parità o equivalenza dei diritti spettanti ai diversi membri. Il campo di elezione della parità dei diritti è, quindi, circoscritto al profilo statico della fissazione delle posizioni giuridiche iniziali nell'ambito della società e della determinazione del contenuto del contratto sociale. La parità di trattamento opera, invece, nel momento in cui il contratto sociale riceve attuazione attraverso l'azione degli organi sociali e costituisce criterio per orientare la direzione e fissare gli eventuali limiti dell'azione comune. Essa presuppone, da un punto di vista logico prima ancora che giuridico, che posizioni soggettive siano già acquisite e riguarda le modalità con cui gli appartenenti al gruppo organizzato devono essere trattati in conformità a quelle posizioni». Così D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, cit., 4 s.

⁽¹³⁴⁾ In questo senso si v. ANGELICI, *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 2 ss.; nonché D'ALESSANDRO, *La seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. soc.*, 1987, 3 ss.; D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, cit., 5.

⁽¹³⁵⁾ È per mezzo di questo espediente che l'art. 2348 c.c. pone il criterio per cui in talune fattispecie la titolarità di una certa percentuale del capitale sociale consente una disparità di trattamento tra azionisti. Basti pensare ad esempio all'impugnazione delle delibere assembleari per annullabilità, alla distribuzione degli utili, al numero dei voti esercitabili in assemblea. Di questo avviso, tra gli altri, è D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, cit., 5 s., che precisa ulteriormente che «il differente trattamento dovrà avvenire in conformità ad una regola di proporzionalità rispetto al numero di azioni possedute».

Per quanto direttamente interessa, pare che il principio della parità di trattamento sia immanente all'intero sistema societario⁽¹³⁶⁾ e che operi pure in assenza di un espresso diritto partecipativo assegnato al socio, in quanto sarebbe proprio la mancanza di un diritto⁽¹³⁷⁾ all'informazione ulteriore rispetto a quella codificata riconosciuta dal legislatore a fare sì che, almeno nella prospettiva *ab interno* che ci si è prefissati di esaminare per prima⁽¹³⁸⁾, operi la regola della «pari negazione» del diritto partecipativo in capo a ogni azionista⁽¹³⁹⁾. A ciò consegue, almeno in prima battuta, che sarebbe precluso il controllo asimmetrico dei soci, a meno di non voler affermare il ripristino della parità informativa quasi contestualmente al momento in cui viene fornita l'informazione selettiva, anche se a ben vedere in questo caso non si potrebbe parlare di *selective disclosure*, bensì di informazione collettiva che talvolta può essere preclusa da vincoli di riservatezza dovuti all'interesse sociale, che, ove violati, determinerebbero una responsabilità degli amministratori.

A seguito di questo ampio itinerario argomentativo si è dimostrato che per quanto riguarda il *diritto azionario comune* il principio in esame operi anche per i flussi informativi a favore di azionisti rilevanti, ovvero questi ultimi siano pienamente sussumibili nel principio di parità informativa, senza che a ciò osti la mancanza di un diritto particolare seppure presupposto dalla specifica norma codicistica sull'eguaglianza dei diritti attribuiti dalle azioni.

Resta ora da svolgere l'analisi *ab interno* rispetto al principio di parità informativa, ma avuto riguardo questa volta al diritto dei mercati finanziari. Non è necessario indugiare a lungo sui caratteri che questo principio viene ad assolvere in tale contesto, essendo noto

⁽¹³⁶⁾ Così BUONOCORE, *Principio di uguaglianza e diritto commerciale*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 560; ANGELICI, *Parità di trattamento degli azionisti*, cit., 2 ss. *Contra* OPPO, *Eguaglianza e contratto nelle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, I, 641.

⁽¹³⁷⁾ Tanto riconosciuto a tutti gli azionisti, quanto accordato invece solo ad alcuni di essi.

⁽¹³⁸⁾ E per il momento prescindendo dalla prospettiva *ab externo* delle eventuali deroghe.

⁽¹³⁹⁾ Si v. *supra*, nt. 122, nonché D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, cit., 297 s.: «La regola di parità tra soci nell'ambito delle regole organizzative spiega la sua azione non solo laddove un diritto o potere organizzativo è attribuito al socio, ma anche quando un diritto partecipativo del socio [inteso come dell'intera generalità dei soci] non sia configurabile [appunto perché il legislatore non lo ha previsto]. In questo caso il principio di parità di trattamento tra i soci si traduce nel principio della pari negazione del diritto partecipativo in capo a ciascun socio, operando come regola speculare a quella che disciplina le modalità di esercizio dei diritti medesimi». «È questo il caso del diritto del socio alla informazione, come diritto del socio di chiedere e ottenere dagli amministratori dati e informazioni sullo svolgimento dell'attività sociale, ulteriori rispetto a quelli desumibili dai libri sociali liberamente consultabili dai soci e dai documenti che la legge impone di mettere a disposizione dei soci prima di talune assemblee».

che esso si pone a presidio di interessi ancora più ampi, aprendosi a una dimensione extra-societaria, così da riguardare l'intero mercato finanziario: come si è visto, il legislatore ha imposto agli emittenti quotati e ai soggetti controllanti di comunicare al pubblico le informazioni privilegiate, ossia le informazioni precise e non pubbliche riguardanti strumenti finanziari che, ove rese pubbliche, potrebbero impattare in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari⁽¹⁴⁰⁾; questi obblighi si combinano con la disciplina del reato di *insider trading*. Si può cioè affermare che tra gli obblighi di comunicazione periodica di informazioni *price sensitive* e il divieto di utilizzo di queste ultime sussiste un rapporto di stretta connessione, nel senso che il reato di *insider trading* si basa sul presupposto della mancata pubblicizzazione delle informazioni privilegiate⁽¹⁴¹⁾.

Il principio della parità di trattamento nell'ambito dei mercati finanziari pone un insieme di questioni che, allo stato della legislazione, si prestano inevitabilmente a soluzioni discrezionali, nonostante tutti i possibili sforzi di ricostruzione dogmatica. In particolare, si fa riferimento alla locuzione «portatori degli strumenti finanziari quotati che si trovino in identiche condizioni» di cui all'art. 92 t.u.f.⁽¹⁴²⁾, la quale opera su due direttrici complementari, ossia le caratteristiche economiche dello strumento finanziario detenuto e la posizione economica del titolare, il che impone di chiedersi se a questi fini gli azionisti rilevanti siano o meno equiparabili a quelli *retail*.

È evidente che il primo indice di eguaglianza delle condizioni ricorra, considerato che le azioni detenute da ogni socio sono tra loro unitariamente eguali e che a questi fini esse non vengano in rilievo come titoli che incorporano la partecipazione sociale⁽¹⁴³⁾; per quanto concerne invece il secondo requisito di eguaglianza, ossia la posizione economica, non sembra corretto ritenere che ivi si possano far rientrare le qualità soggettive dei soci, quali il valore del loro pacchetto azionario e la natura dell'interesse stesso. Questi

⁽¹⁴⁰⁾ Così l'art. 114 t.u.f.

⁽¹⁴¹⁾ Di questo avviso, ancorché con riferimento alla previgente normativa, sono COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, VIII, Padova, Cedam, 2004, 205; nonché F. MUCCIARELLI, *L'informazione societaria: destinatari e limiti posti dalla normativa in materia di insider trading*, cit., 753.

⁽¹⁴²⁾ Per riempire di contenuti questa locuzione piuttosto generale, si v. F.M. MUCCIARELLI, *Commento all'art. 92 t.u.f.*, in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, diretto da Calandra Buonauro, Milano, Cedam-Wolters Kluwer, 2020, 696 ss.

⁽¹⁴³⁾ Di questo avviso sono anche i seguenti aa.: VENTORUZZO, *Commento all'art. 92 t.u.f.*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza. Commentario*, a cura di Marchetti e Bianchi, I, Milano, Giuffrè, 1999, 9 ss.; MASI, *L'articolo 92 del T.u.f.*, in *Testo unico della finanza. Commentario*, diretto da Campobasso, II, Torino, Utet, 2002, 755; F.M. MUCCIARELLI, *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2004, 190 ss.

elementi non risultano rilevanti per integrare una diversità di condizioni, dovendosi concludere che il “piccolo” azionista, quello istituzionale e quello di controllo ai fini della disposizione in oggetto si trovino nelle medesime condizioni e che quindi non vi possano essere comunicazioni selettive con l’organo gestorio ⁽¹⁴⁴⁾.

Sembra si possa affermare che concentrare l’attenzione esclusivamente sulla locuzione «portatori degli strumenti finanziari quotati che si trovino in identiche condizioni» di cui all’art. 92 t.u.f. risulti una strada che non conduca a una sicura e soddisfacente soluzione. Infatti, anche là dove si arrivasse a dimostrare, non senza qualche forzatura della *littera legis*, che la parità di condizioni menzionata dal t.u.f. faccia riferimento a un’eguaglianza relativa e non assoluta, sicché il socio di controllo e gli investitori istituzionali non si trovino in eguali condizioni e non possano essere trattati allo stesso modo degli azionisti minimi, si avrebbe un *effetto “in positivo”* (e non *“in negativo”*) derivante dal detto principio, che non può e non deve essere ignorato e neppure sottovalutato; si vuole cioè dire che nel momento in cui gli amministratori (oppure il *management* e i suoi riporti inferiori) intrattenessero comunicazioni con un investitore istituzionale titolare di x% del capitale sociale, allora sorgerebbe comunque in capo a essi il *dovere* di dialogare anche con un altro investitore istituzionale titolare della medesima percentuale che richieda ciò, pena la violazione del principio in esame ⁽¹⁴⁵⁾. Non si potrebbe pertanto più parlare di una *facoltà* dei gestori di intrattenere tali scambi informativi (neppure al di

⁽¹⁴⁴⁾ Anche quanti ammettono l’esistenza di un diritto dei soci all’informazione, hanno cura di chiarire che opererà comunque il principio di parità informativa, il quale impone agli amministratori di fornire le medesime informazioni a tutti gli altri soci che ne facciano richiesta, sia in sede extrassembleare che nel corso della riunione: F. MUCCIARELLI, *L’informazione societaria: destinatari e limiti posti dalla normativa in materia di insider trading*, cit., 746 s., secondo cui «non pare revocabile in dubbio che tutti gli azionisti, indipendentemente dalla percentuale della loro partecipazione al capitale, abbiano un pari diritto a disporre delle notizie concernenti la società»; cui *adde* BELVISO, *L’informazione dei soci nelle società con azioni quotate* (art. 130 d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58), cit., 861 s.

Nel senso ancora differente dell’inesistenza di un principio di parità informativa, ovvero dell’inapplicabilità del principio di parità di trattamento all’informazione societaria, che considera uno dei più importanti beni nell’esercizio degli affari sociali, si legga JAEGER, *Gli azionisti, spunti per una discussione*, in *Giur. comm.*, 1993, I, 42: tuttavia, l’a. stempera le conseguenze della propria posizione mediante gli strumenti del divieto di *insider trading* e della disciplina del conflitto di interessi al fine di azzerare o comunque depotenziare la posizione di asimmetria informativa propria degli azionisti di controllo e dei *manager* da questi nominati relativamente alle informazioni essenziali sull’attività prospettica della compagine societaria.

⁽¹⁴⁵⁾ Questo rilievo vale soprattutto per gli investitori istituzionali, ma non può escludersi che sia in taluni casi attuale anche con riferimento alle comunicazioni a favore del gruppo di controllo, ove i soci con partecipazioni elevate siano più d’uno.

fuori dell'informazione preventiva sulla fattibilità di una certa operazione di competenza assembleare) ⁽¹⁴⁶⁾.

Viene peraltro da domandarsi che cosa accada in relazione a un investitore istituzionale titolare, a livello esemplificativo, di x-0,5% del capitale sociale, e cioè se vi sia la configurabilità in capo agli amministratori di un dovere di interloquire anche con tale azionista rilevante, nonostante il minimale scostamento. È allora evidente che pure questa lettura non risolve mai in radice il problema e la gestione dello stesso rimarrà sempre nella discrezionalità degli amministratori, con tutti i rischi che venga violata la parità di trattamento, a meno che non si individui, per il tramite dell'autonomia statutaria ⁽¹⁴⁷⁾ oppure dell'autoregolamentazione, ancorché con tutti i connessi problemi di *enforcement*, una percentuale di capitale sociale minima al fine di poter scambiare informazioni.

Tutto questo dimostra che non occorre forzare i confini dell'espressione «identiche condizioni», proprio perché la soluzione non si trova *all'interno* del principio di cui all'art. 92 t.u.f., ossia nel discorso dell'eguaglianza relativa e assoluta e nel principio plutocratico. La deroga deve invece essere ricercata e forse trovata *all'esterno* rispetto al principio stesso (la cui portata non pare poter essere messa in discussione), ossia in alcune più o meno espresse disposizioni di legge derogatorie ⁽¹⁴⁸⁾.

Quello che si vuole sostenere è che il principio paritario, nelle sue plurime forme, resta comunque una *norma basata su fattispecie* e non assurge al rango di *norma-principio senza fattispecie* ovvero *valore* del diritto societario e dei mercati finanziari ⁽¹⁴⁹⁾,

⁽¹⁴⁶⁾ Non pare però che si crei una frizione con la riserva di esclusiva competenza gestoria *ex art. 2380-bis*, comma 1, c.c. (ma si v. più ampiamente *infra*, cap. 3, sez. 3, §§ 3 e 4), in quanto a monte sono gli amministratori a decidere di dialogare, avendo presente l'effetto "in positivo" del principio di parità di trattamento (nel senso che se vi sia stato il dialogo con un certo azionista, allora poi sarebbe doveroso dialogare con tutti quelli che hanno la stessa percentuale, o una maggiore, e ne facciano richiesta).

⁽¹⁴⁷⁾ *Infra*, cap. 3, sez. 3, §§ 9, 9.1-9.4.

⁽¹⁴⁸⁾ Questo è quanto si svolgerà nel cap. 3, sez. 2 e 3.

⁽¹⁴⁹⁾ Forse non è casuale la rubrica dell'art. 92 t.u.f. che tratta di «Parità di trattamento» e non già di «principio della parità di trattamento». Per uno studio dei principi nel diritto commerciale si v. LIBERTINI, *Ancora a proposito di principi e clausole generali, a partire dall'esperienza del diritto commerciale*, in *Orizz. dir. comm.*, 2018, 1 ss., segn. 4 e 12 ss. In termini più ampi e non con espresso riferimento al diritto societario, per la differenza tra norme, norme-principi e valori, nonché per il passaggio dalle une alle altre, si può leggere la profonda ricostruzione sulla crisi della fattispecie proposta da IRTI, *Un diritto incalcolabile*, Torino, Giappichelli, 2016, 10 e 26 s. (da cui si cita): «Tutto si raccoglie in un interrogativo: se il concetto di fattispecie adempie la funzione, che fu sopra descritta con pagine della più alta tradizione scientifica e che ancora permane nella prassi forense e giudiziaria, come e perché può esso venire in crisi? Come può il diritto privarsi di uno strumento di precisione, che permette di 'disporre' per il futuro e di convertire innumerevoli fatti in casi di applicazione normativa?». Una differenza definitoria tra principi, valori e clausola generale si trova in LUCIANI, *Certezza del diritto e clausole generali*, in *Questione Giustizia*, 2020, 68.

tant'è vero che continua a presentare un *set* di caratteristiche che devono ricorrere in una certa fattispecie affinché alla stessa si possa applicare questa parità, previa verifica sillogistica e sussuntiva del tipo “se A, allora B”: le comunicazioni asimmetriche presentano come dimostrato tutte queste caratteristiche ⁽¹⁵⁰⁾ e quindi in tale prospettiva risultano vietate. Tutto ciò è vero, a meno che “fuori” dal principio (e quindi a prescindere dalle medesime condizioni cui fa riferimento la norma) si trovino dei limiti di legge che consentono di derogare al principio per una libera e discrezionale scelta del legislatore e quindi, in senso più vasto, di politica del diritto.

In conclusione, alla luce della trattazione condotta, è emerso che il controllo asimmetrico e così le informazioni che vengono fornite e sono funzionali al medesimo rientrano nei due principi di parità di trattamento, tanto in quello di diritto societario, tratto per inferenza interpretativa dalla disposizione che regola le azioni, quanto in quello di cui all'art. 92 t.u.f.

6. (Segue). *Il necessario coordinamento tra profili endosocietari e tutela del mercato: autonomia o consunzione di principi?*

Prima di passare alla ricerca e allo studio della parità informativa in una dimensione *esterna* al principio stesso, occorre prendere in esame le complesse e dirimenti questioni sottese al carattere multi-ordinamentale dello stesso, ossia, appunto, il suo sviluppo su una duplicità di ordinamenti e una pluralità di fonti normative. In linea con quanto già anticipato, questo principio si pone quale *species* della parità di trattamento.

Ricapitolando, in primo luogo, esso si desume in via interpretativa e sistematica dall'ordinamento azionario comune tracciato nel Codice civile, che nonostante detti un principio di uguaglianza dei diritti spettanti a ogni *azione* (senza fare riferimento all'*azionista*), si è ritenuto di ravvisare un principio immanente all'intero diritto societario ⁽¹⁵¹⁾; in questa accezione esso fa riferimento alla prospettiva *endosocietaria*, ossia dei rapporti tra soci e tra soci e società, ed ha per oggetto l'informazione generalmente intesa, senza specificazioni contenutistiche.

⁽¹⁵⁰⁾ La *selective disclosure* è perfettamente sussumibile nella parità di trattamento.

⁽¹⁵¹⁾ Si v. *supra*, in questo capitolo, § 5.

In secondo luogo, la parità informativa si rinviene nell'art. 92 t.u.f. con riferimento alla prospettiva *extrasocietaria* ⁽¹⁵²⁾ e in questo caso l'oggetto sarà sempre l'informazione intesa in via generale, ma nel contesto dei mercati finanziari, in cui si dovrà ulteriormente distinguere l'informazione privilegiata e così approfondire il coordinamento del t.u.f. con il reg. MAR e la relativa *exemption ex art. 10*, par. 1.

Ciò premesso, il punto problematico è dato dal coordinamento di questi principi, tutti *astrattamente* applicabili alla società quotata, e può sommariamente enuclearsi in una triade di complesse questioni, la prima, di tipo più generale, in sostanza relativa all'informazione non privilegiata, e le altre due esclusivamente basate sull'informazione privilegiata.

Anzitutto, ci si deve chiedere se è possibile conciliare il principio di parità di trattamento, per quanto interessa *sub specie* di parità informativa, insito in tutto l'ordinamento societario comune, con l'omonimo principio dettato dall'art. 92, commi 1 e 2, t.u.f. In particolare, la parità informativa desumibile dal Codice civile viene in radice "assorbita" dall'art. 92 t.u.f., considerato che questa è una norma specificamente dettata per la s.p.a. quotata, che dunque si applicherebbe in luogo del principio codicistico, secondo il brocardo di teoria generale della costruzione di ogni sistema delle fonti normative per cui *lex specialis derogat generali*? Inoltre, in sequenza, l'eventuale operatività dell'esenzione prevista dal reg. MAR ⁽¹⁵³⁾, finisce per assorbire l'art. 92 t.u.f.?

E ancora, ove si ritenga di offrire soluzioni disgiunte, vale a dire risposta negativa alla prima questione, con diretta esclusione di una consunzione della parità informativa propria del dettato codicistico nell'art. 92 t.u.f. e, di contro, una risposta affermativa al secondo quesito, con immediato assorbimento della disposizione del t.u.f. nell'eccezione del reg. MAR, quale sarebbe il rapporto tra tale eccezione relativa all'informazione privilegiata e il principio codicistico? Un rapporto di consunzione della parità informativa di cui al Codice civile all'interno dell'eccezione del reg. MAR oppure di convivenza/autonomia?

Una preliminare notazione metodologica risulta necessaria: non possono essere fornite risposte ai quesiti trasversali a ogni tipologia di informazione, ma è necessario operare un distinguo in base alla natura *material* o meno della stessa.

⁽¹⁵²⁾ Anche il raccordo tra il primo e il secondo comma di questa disposizione dovrà essere oggetto di considerazioni.

⁽¹⁵³⁾ Pur sempre tutta da verificare nell'ambito del cap. 3, sez. 3.

La prospettazione di un'ipotesi di risposta al primo quesito ⁽¹⁵⁴⁾ riguarda essenzialmente il caso in cui l'informazione non abbia natura privilegiata ⁽¹⁵⁵⁾ e deve di necessità passare per la ricostruzione dello statuto normativo delle società quotate ⁽¹⁵⁶⁾. La soluzione sembra essere di segno negativo, nel senso che l'art. 92 t.u.f. non potrebbe sostituire o assorbire il principio dell'ordinamento societario comune, posto che la parità di trattamento in quell'ambito rileva a livello *endosocietario*, mentre quella del t.u.f. si pone nel contesto *extrasocietario* ⁽¹⁵⁷⁾, ossia a tutela del corretto funzionamento economico del mercato finanziario e si indirizza verso una più ampia pletora di soggetti (non già soltanto gli azionisti) senza riguardare nello specifico i rapporti tra soci, nonché quelli tra soci e società.

Manca pertanto una *eadem ratio* che consenta la consunzione del principio generale in quello speciale oppure, e forse meglio, manca in radice un rapporto di specialità. Quest'ultimo aspetto rappresenta un profilo a quanto consta nuovo e non scontato, considerato che l'elemento dell'identità di *ratio* viene normalmente richiamato in altro contesto, ossia in relazione all'istituto dell'analogia, e si possono trarre degli utili spunti dal diritto penale economico-finanziario, così come da quello generale ⁽¹⁵⁸⁾.

Tutto questo significa che nel successivo capitolo sarà necessario verificare se esiste una deroga al principio paritario presente nell'ordinamento azionario generale e una deroga a quello proprio dell'ordinamento speciale dei mercati finanziari. Ecco che, come si cercherà di dimostrare, l'art. 124-*quinquies* t.u.f. ⁽¹⁵⁹⁾ aiuta a sostenere che il legislatore abbia per vero previsto tale duplice deroga nel senso poc'anzi indicato, pena doversi

⁽¹⁵⁴⁾ Tale questione richiede anche di approfondire il confine tempistico superato il quale l'informazione assume il detto carattere, il che non è ancora stato chiarito in via assoluta. Si rinvia *infra*, cap. 3, sez. 1, §§ 1 e 1.1.

⁽¹⁵⁵⁾ Oppure le ipotesi in cui l'informazione, pur presentando natura privilegiata, non risulta concretamente coperta dall'eccezione del reg. MAR, sicché tornerebbero a "convivere" i due principi di parità di trattamento.

⁽¹⁵⁶⁾ Sul punto si v. *supra*, nt. 130.

⁽¹⁵⁷⁾ Nonostante il comma 2 dell'art. 92 t.u.f. tratti di diritti di informazione preordinati all'esercizio dei diritti (di voto) dell'azionista, il che sembrerebbe conferire al principio anche un rilievo *endosocietario*. Da considerare però che l'informazione selettiva non è preordinata all'esercizio edotto del diritto di voto in assemblea, perché, al netto di quella preventiva sulle materie assembleari, si concentra su oggetti differenti dalle competenze assembleari, altresì stante la barriera eretta in questo ambito dal *black-out period*.

⁽¹⁵⁸⁾ Non risulta che a livello di diritto civile e commerciale vi siano stati studi specifici sul rapporto tra norme e principi dettati in ordinamenti diversi che trovano applicazione congiuntamente riguardo a una stessa fattispecie. In ambito penalistico, si v., in luogo di molti, MARINUCCI, DOLCINI, GATTA, *Manuale di Diritto Penale. Parte Generale*¹², Milano, Giuffrè, 2023, 617 ss.

⁽¹⁵⁹⁾ In realtà, dalla disposizione in esame, oltre a potersi trarre una *facoltà* degli amministratori di dialogare con gli investitori istituzionali che lo richiedono, potrebbe anche farsi discendere un *dovere*, ma alla disamina di tali profili è dedicato il cap. 3, sez. 3, § 3.2.

diversamente concludere che la disposizione sulla politica di impegno degli investitori istituzionali, nella parte in cui menziona i dialoghi con le società partecipate, sia una norma priva di utilità.

Spostando ora l'attenzione alle varie ipotesi di informazione avente natura privilegiata, per quanto concerne il secondo quesito, ossia quello relativo al rapporto tra eccezione di normalità e principio di cui all'art. 92 t.u.f., sembra si possa argomentare in senso favorevole alla risposta affermativa: in tutti quei casi in cui si rientrerà nell'esenzione del reg. MAR la parità informativa del t.u.f. dovrebbe registrare una legittima deroga, in quanto questa è voluta dallo stesso legislatore e sarebbe allora inutile disquisire sull'esatta portata della locuzione «identiche condizioni» di cui al comma 1 della citata disposizione⁽¹⁶⁰⁾. Il punto da approfondire sarà quello di stabilire se, e in quali casi, in concreto si rientri nell'esenzione⁽¹⁶¹⁾.

Altrimenti detto, la portata del principio proprio delle società quotate e del mercato finanziario sembra in realtà essere un “falso problema” almeno in relazione alle *inside information*, in quanto affinché tali flussi siano legittimi è necessario verificare se si rientri nell'eccezione presuntiva dei sondaggi di mercato ovvero nella detta esenzione di normalità. Si avrà pertanto che nei casi in cui tale vaglio abbia esito positivo sia proprio il legislatore stesso ad avere valutato e soppesato la presenza di asimmetrie informative, ritenendone maggiori i “benefici” per l'emittente rispetto ai “costi” per gli azionisti di minoranza esclusi da tale pratica e anche ove la scelta fosse criticabile sempre ferma rimarrebbe, salvo successive revisioni delle disposizioni.

In realtà, anche a voler prescindere dalla prospettiva formalistica appena segnalata, non può *tendenzialmente* esservi disparità nell'ambito delle comunicazioni selettive. Infatti, una volta appurata l'applicabilità della disciplina sulle informazioni privilegiate

⁽¹⁶⁰⁾ Diversamente MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, cit., 75, scrive quanto segue: «la ricostruzione effettuata, che sostiene la legittimità, solo in situazioni specifiche, di un trattamento informativo preferenziale rivolto ad alcuni azionisti, protetto dai presidi della disciplina degli abusi di mercato, non rappresenta una conclusione sistematicamente contrapposta alla disciplina della parità di trattamento espressamente fissata dall'art. 92 t.u.f.». Se si è ben inteso il pensiero dell'a., parrebbe che secondo la stessa in relazione alle informazioni privilegiate (considerato che fa espresso riferimento ai «presidi della disciplina sugli abusi di mercato») l'art. 92 t.u.f. non resterebbe in radice assorbito nell'eccezione di normalità di cui al reg. MAR. Sarebbe quindi la disciplina sull'*insider trading* a scongiurare che una distribuzione selettiva dell'informazione sfoci in una disparità tra opportunità di investimento. Anche se la stessa a. riconosce che si tratta di una soluzione solo parziale, perché la *no-trading rule* non coprirebbe l'ipotesi in cui l'informazione distribuita in modo non paritario suggerisca di omettere di disinvestire.

⁽¹⁶¹⁾ *Infra*, cap. 3, sez. 3, §§ 7, 7.1 e 7.2.

quanto ai sondaggi di mercato oppure a livello più generale all'esonazione di normalità sarebbe superfluo interrogarsi circa la compatibilità di simili flussi informativi rispetto al principio in esame, perché già le cautele che circondano la detta disciplina sono essenzialmente idonee a evitare rispetto a ciò frizioni, in quanto pongono in capo al *market sounding recipient* o comunque al destinatario di tale informativa un obbligo di riservatezza e un ampio divieto di negoziazione, che già eliminano *quasi* integralmente la possibilità che l'asimmetria informativa resa legittima sia funzionale a ottenere vantaggi altrettanto asimmetrici sul mercato⁽¹⁶²⁾. L'unica ipotesi di deviazione dal principio in esame è quella in cui le informazioni privilegiate vengano utilizzate "in negativo", nel senso non già di effettuare negoziazioni, bensì di non porle in essere, ma anche tale profilo rientra in quel contemperamento di interessi di cui si è detto sopra⁽¹⁶³⁾. Tutto questo è certamente vero, seppure limitatamente al principio paritario proprio dei mercati finanziari, eccettuato quello di diritto societario comune.

Sulla terza questione, vertente sul rapporto tra l'eccezione di normalità relativa all'informazione privilegiata e il principio paritario ricavato dal Codice civile, quello che deve chiedersi è in sostanza se il principio di parità informativa generale rimanga comunque sullo sfondo. Risulta difficile, quantomeno *prima facie*, sostenere che l'eccezione del reg.

⁽¹⁶²⁾ Sulla ricostruzione delle funzioni del divieto di operare sugli strumenti finanziari dell'emittente qualora abbiano avuto luogo comunicazioni selettive di informazioni privilegiate si v. l'ampia disamina di GILOTTA, *Trasparenza e riservatezza nella società quotata*, cit., 151 ss.; MAUGERI, *Gruppi di società e informazioni privilegiate*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 915; MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, cit., 79. Del resto, diversamente opinando non si comprenderebbe quale spazio potrebbero avere l'eccezione di normalità e quella dei sondaggi di mercato, sicché dovrebbero inquadrarsi inspiegabilmente quali norme senza soggetto, nel senso che mai potrebbero trovare applicazione (in relazione agli azionisti) oppure solamente a seguito dell'effettuazione di un vaglio non certo e neppure previamente definibile in modo oggettivo.

⁽¹⁶³⁾ In argomento è interessante considerare in modo critico un caso passato al vaglio dei giudici di legittimità danesi e noto come "Vase" (si cfr. Ugeskrift for Retsvæsen, 2006, 3359) unitamente a quello deciso dalla CGCE e noto invece come "Grøngaard & Bang" (si cfr. procedimento C-384/02, pubblicata in *Riv. dir. soc.*, 2007, II, 108 ss.). Per la ricostruzione dei medesimi si rinvia alla trattazione condotta da HANSEN, *Market Abuse Case Law-Where Do We Stand With MAR?*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2017, 373 ss. Si consideri come nel primo precedente venga trattata anche l'eguaglianza tra azionisti, affermando che essa sia relativa (laddove soltanto quella tra azioni, o meglio dovrebbe dirsi tra azioni della medesima categoria, presenterebbe carattere assoluto). Forse però il problema dell'eguaglianza avrebbe semmai potuto essere declinato nel senso di comprendere se l'informazione fosse collegata a una posizione giuridica soggettiva (ancorché non si tratti di un diritto) dipendente dalla percentuale del capitale sociale posseduta, così come avviene per certi diritti che si ricollegano alla partecipazione azionaria (ad esempio il diritto di voto che addirittura è proporzionale alla partecipazione, il diritto di impugnare le deliberazioni assembleari e via seguitando), proprio perché non tutte le posizioni giuridiche degli azionisti sono per antonomasia rapportate al capitale sociale e il diritto di intervento in assemblea ne è un chiaro esempio. Ferme restando comunque le considerazioni svolte nel testo sul ruolo molto limitato del principio di parità nella valutazione della legittimità o meno di condotte volte alla comunicazione di informazioni privilegiate.

MAR assorba anche il principio di parità di trattamento nell'ordinamento azionario comune, così come è parimenti difficile argomentare che quest'ultimo principio precluda la comunicazione selettiva nell'esercizio di una professione, perché renderebbe l'*exemption* del reg. MAR in concreto sempre inapplicabile.

A questo punto della trattazione si deve solo segnalare il problema e rinviare al successivo capitolo la sua soluzione, in quanto essa richiede di avere prima in dettaglio esaminato il meccanismo sotteso alla deroga del regime paritario di diritto societario comune, così come il contenuto e i limiti dell'eccezione *ex art. 10* reg. MAR.

È solo possibile anticipare che potrà coerentemente ricercarsi anche una deroga al principio di parità informativa generale, valorizzando, ancora una volta, l'art. 124-*quinquies* t.u.f. (però soggettivamente limitato agli investitori istituzionali), perché, diversamente, il dialogo con un socio che lo richiede sarebbe comunque legittimo, ma determinerebbe il già visto effetto "in positivo" del principio paritario, per cui sorgerebbe un *dovere* degli amministratori di dialogare anche con gli altri soci che lo domandano, e ciò a prescindere dalla percentuale di capitale sociale di cui essi sono titolari, visto che il diritto all'informazione non è configurato come un corollario discendente dalla titolarità di una certa quota di capitale sociale. Ipotesi, questa, che presenta un'elevata criticità, perché i flussi informativi sarebbero effettivamente di difficile gestione concreta.

CAPITOLO TERZO
CONTROLLO DEI SOCI
E POSIZIONI GIURIDICHE SOGGETTIVE

SOMMARIO: *Sezione Prima.* TASSONOMIA DI TIPO OGGETTIVO E SOGGETTIVO DELL'INFORMAZIONE ASIMMETRICA – 1. La distinzione relativa alla tipologia di informazione selettiva. – 1.1. La natura privilegiata dell'informazione e la sua individuazione. – 1.2. Il carattere preventivo oppure successivo dell'informazione. – 2. Le particolarità dipendenti dalla tipologia di azionista e il parziale fondamento di una distinta analisi normativa. Rilievi espositivi ed empirici. – 2.1. La sopravvenuta importanza di ricercare forme giuridiche in cui inquadrare la *selective disclosure* verso il socio di controllo. – 2.2. Gli investitori istituzionali e il loro tendenziale disinteresse verso le informazioni privilegiate. – 2.3. Il possibile ruolo collettivo degli investitori *retail*. – 3. Le molteplici situazioni giuridiche soggettive sottese all'informazione: sistematizzazione della tipologia di socio rispetto ai flussi informativi. – *Sezione Seconda.* L'INFORMAZIONE SELETTIVA E PREVENTIVA SULLE MATERIE ASSEMBLEARI COME DOVERE GESTORIO – 1. Premessa sull'informazione selettiva e preventiva verso gli azionisti di maggioranza in ordine alle materie assembleari. – 2. I sondaggi di mercato come qualificazione della fattispecie più prossima al dato normativo. – 2.1. Identificazione del campo di operatività e analisi della disciplina. – 2.2. I profili di complessità dovuti al carattere *ab origine* non privilegiato dell'informazione. – 3. Sull'utilizzo di una procedura atipica e deformalizzata rispetto all'art. 11 reg. MAR. – 4. Un'asimmetria informativa doverosa ovvero soltanto auspicabile? – 5. L'individuazione di un diritto passivo di informazione dell'azionista di maggioranza quale questione puramente nominalistica. – 6. Le comunicazioni sulle materie riconducibili agli interessi "primordiali". – *Sezione Terza.* L'ULTERIORE INFORMAZIONE SELETTIVA TRA DOVERE E FACOLTÀ DEGLI AMMINISTRATORI – 1. Premessa sull'informazione selettiva oggettivamente differente da quella già esaminata. – 2. Una lettura critica dell'interesse sociale quale autonomo criterio derogatorio della parità informativa di diritto azionario comune nelle società "chiuse" e in quelle "aperte". – 3. La ricerca di un dovere gestorio di comunicare in via asimmetrica. – 3.1. Un'interpretazione dubitativa in ordine all'utilizzo dei principi di corretta amministrazione e del dovere di agire informati. – 3.2. La valorizzazione della *policy* di *engagement* di cui all'art. 124-*quinquies* t.u.f. per legittimare un dovere gestorio di dialogo reattivo con gli investitori professionali. – 4. Le deroghe momentanee alla parità informativa e il ripristino della stessa. – 5. I flussi informativi di carattere preventivo aventi ad oggetto operazioni amministrative non rientranti nelle materie assembleari. – 6. Alcune preclusioni alla comunicazione preventiva di informazioni contabili e prospettiche: il *black-out period*. – 7. I dialoghi inerenti informazioni successive e prospettiche a carattere *material*. – 7.1. Egesi del nodale considerando n. 19 reg. MAR e impossibilità di cogliere nel medesimo una risposta di respiro sistematico. – 7.2. La necessità di saggiare se la *selective disclosure* a contenuto specifico su aspetti gestionali rientri nella *exemption* di cui all'art. 10 reg. MAR. – 8. I dialoghi non aventi ad oggetto *inside information*. – 9. L'autonomia statutaria quale strumento *de residuo* in relazione agli azionisti non istituzionali. – 9.1. Limiti non decisivi sottesi al principio paritario nel t.u.f. e illegittimità delle azioni speciali con privilegio informativo. – 9.2. Il problema dei diritti di controllo del socio di s.r.l. "aperta" come argomento *a contrario*. – 9.3. Alcuni spunti tratti dalla questione della lista presentata dal consiglio di amministrazione uscente. – 9.4. L'autorizzazione assembleare riguardante in via diretta i dialoghi selettivi. – 10. L'individuazione dei soggetti deputati ai flussi unilaterali o bilaterali *ex parte societatis* e la tracciabilità dei processi di interazione informativa.

Sezione Prima
TASSONOMIA DI TIPO OGGETTIVO
E SOGGETTIVO DELL'INFORMAZIONE ASIMMETRICA

1. *La distinzione relativa alla tipologia di informazione selettiva.*

Prima di iniziare a tracciare una tassonomia dell'informazione asimmetrica è utile svolgere una premessa volta a spiegarne le ragioni di metodo che la rendono necessaria.

In linea con quanto anticipato in sede di definizione del piano dell'indagine, il presente capitolo si incentra essenzialmente sull'individuazione dei "predicati" del controllo dei soci e ancora prima dei flussi informativi asimmetrici, ossia le posizioni giuridiche soggettive che vi si possono riconnettere e combinare, tanto dal lato degli azionisti (diritti, mere aspettative di fatto) quanto *ex parte societatis* e dunque in relazione all'ufficio gestorio (doveri, poteri e facoltà, oppure divieti), compiendo questo studio con riferimento al modello azionario non soltanto "chiuso", ma soprattutto a quello con titoli quotati, ove si riscontrano i maggiori e più profondi problemi ricostruttivi, attesa la necessità di ricordare le proposte di soluzione tanto con il sistema azionario comune quanto con quello speciale dei mercati finanziari.

A fronte dell'impostazione del problema compiuta in precedenza ⁽¹⁾, si cercherà di colmare per via interpretativa l'evidenziata laconicità del relativo quadro normativo, con lo scopo di appurare se e in quali termini l'attivismo di *alcuni* azionisti possa consacrarsi anzitutto in veri e propri *diritti* di informazione e quindi di controllo sulla gestione che si accostino a quelli generali ⁽²⁾ e riconosciuti *ex lege* essenzialmente in relazione all'esercizio del diritto di voto ⁽³⁾, cui corrispondano simmetricamente dei *doveri* degli amministratori in tal senso. La soluzione più scontata parrebbe essere naturalmente quella negativa, ma si crede che una valutazione più attenta, non esclusivamente limitata alla ricerca di una disposizione normativa *ad hoc* bensì estesa a principi di più ampio respiro, possa condurre a una risposta parzialmente affermativa almeno in riferimento a certi e peculiari

⁽¹⁾ Si fa riferimento a tutta la disamina svolta *supra*, cap. 2.

⁽²⁾ Dal punto di vista dei soggetti destinatari, vale a dire in quanto riconosciuti a tutti gli azionisti, a prescindere dal loro rilievo in termini di partecipazione al capitale sociale.

⁽³⁾ A titolo esemplificativo nelle società quotate si allude al diritto di porre domande prima dell'assemblea (art. 127-ter t.u.f.) ovvero al diritto di informazione in relazione alla documentazione attinente ad assemblee già convocate (art. 130 t.u.f.). Come si vedrà, occorrerà trattare con estrema cautela di *diritti* di controllo esercitabili esternamente al *locus* assembleare ovvero comunque alieni rispetto alla loro finalizzazione all'espressione del voto nella richiamata sede, eccettuato il singolare e molto limitato diritto di ispezione. *Infra*, cap. 3, sez. 2, nonché sez. 3, §§ 3 e 4.

oggetti e soggetti destinatari dell'informazione, soprattutto per quanto concerne le compagnie societarie quotate.

In seguito, si renderà altresì necessario verificare in via di subordinate (4) se, ed eventualmente entro quali limiti, in luogo di un *diritto* possano individuarsi spazi di legittimità più o meno ampi, su un piano di pura opportunità e non già di doverosità, per configurare una *facoltà* dell'organo amministrativo, ovvero di taluni suoi componenti, di intrattenere comunicazioni asimmetriche (5).

È proprio in questa prospettiva che né il controllo, né l'informazione a esso preordinata possono essere considerati e approfonditi in via unitaria a prescindere da oggetti e soggetti, di talché appare necessariamente prodromico rispetto all'intera analisi che segue operare una distinzione dapprima in base alla tipologia e al contenuto di tali comunicazioni (6), nonché successivamente avuto riguardo ai profili degli azionisti che possono venire in rilievo, ossia il socio di controllo o comunque il gruppo di comando, gli investitori professionali e gli azionisti *retail* (7).

1.1. La natura privilegiata dell'informazione e la sua individuazione.

Occorre spiegare perché risulta importante ai nostri fini sapere se si tratti o meno di informazione dotata della *price sensitivity* in modo da distinguerla rispetto a quella che non presenti tale caratteristica: come è finanche intuitivo, la ragione va ricercata nella diversità del quadro normativo entro cui ricondurre le comunicazioni selettive (*i.e.* controllo asimmetrico degli azionisti sulla gestione), che viene a mutare in dipendenza della circostanza che ci si trovi nell'uno o nell'altro caso.

In questo senso, se l'informazione è privilegiata il *framework* normativo applicabile all'interno del quale si deve verificare l'ammissibilità dei flussi comunicativi in esame è in parte differente da quello relativo, pur sempre nell'ambito delle società quotate, alle *non-insider information*, considerato che nel primo caso a venire in rilievo è il noto reg. MAR, appunto pacificamente limitato alle sole informazioni privilegiate, oltre però

(4) Per la ragione che il concetto di controllo dei soci sulla gestione sembra maggiormente attagliarsi alla posizione del diritto dell'azionista, piuttosto che a quella della facoltà dell'amministratore cui corrisponderebbe un'aspettativa di mero fatto in capo ai soci di avere le informazioni di volta in volta considerate.

(5) *Infra*, cap. 3, sez. 3, § 5 ss.

(6) *Infra*, in questa sezione, §§ 1.1 e 1.2.

(7) *Infra*, in questa sezione, §§ 2-2.3, nonché § 3 per la messa a sistema dei due profili.

all'art. 92 t.u.f. in tema di parità di trattamento nel contesto dei mercati finanziari, che pare applicabile sia alle informazioni privilegiate che a quelle diverse. Risulta pertanto confermato che il contesto normativo entro il quale ci si deve confrontare è diverso a seconda delle due ipotesi e che, almeno a questo stadio dell'analisi, vi è tutto l'interesse, oltretutto la necessità, per l'interprete di conoscere se ci si trovi o meno di fronte all'informazione privilegiata, visto che l'individuazione delle deroghe o limitazioni *ab externo* del principio paritario potrà essere differente nei due contesti.

Che gli obblighi di informazione continua di cui all'art. 114 t.u.f., seppure ampi, non rendano in radice irrilevante il problema della comunicazione di informazioni privilegiate in favore di certi azionisti, lo si è già rilevato ove è stata spiegata e argomentata la tesi dell'inidoneità di questo tipo di informazione a consentire un completo e soddisfacente controllo degli azionisti e quindi a colmare i vuoti lasciati da quello assembleare⁽⁸⁾, perché, come si era precisato, vi sono vari casi in cui tale informazione non viene comunque diffusa. In questo snodo della trattazione è utile tornare più ampiamente ad analizzare le ragioni per le quali non tutte le informazioni privilegiate costituiscono oggetto di immediata e generalizzata *disclosure* al pubblico degli investitori.

È chiaro che, di regola, se l'informazione è privilegiata deve essere comunicata immediatamente, o meglio «quanto prima possibile», all'intero mercato finanziario⁽⁹⁾ ed è altrettanto palese che ove tutte queste informazioni venissero diffuse non vi sarebbe più alcuna necessità neppure in concreto di informazioni privilegiate selettive, perché tutte le informazioni di questo tipo sarebbero già pressoché nel loro nascere poste a disposizione dell'intero mercato e quindi non si porrebbe nessun problema per quanto interessa⁽¹⁰⁾. Questo assunto merita tuttavia di essere quantomeno meglio vagliato, considerando che l'informazione continua (e più in generale quella alla base della c.d. *mandatory disclosure*) anche nell'ipotesi puramente teorica in cui venisse tutta e subito pubblicata potrebbe

⁽⁸⁾ *Supra*, cap. 2, §§ 1 e 2, ove si era già spiegato che non tutte le informazioni privilegiate o quasi tali, per varie ragioni, vengono fatte oggetto di pubblicazione a favore dell'intero mercato finanziario e quindi ben vi può essere un'area conoscitiva rimasta privata e suscettibile di divenire oggetto di interazioni asimmetriche. Ivi si era fatto un rapido cenno al meccanismo del ritardo e alla difficoltà di individuare con precisione il carattere privilegiato delle informazioni.

⁽⁹⁾ In base alla considerazione di ordine pubblicistico per cui la conoscenza di queste informazioni è suscettibile di determinare le scelte di investimento di un soggetto ragionevole in un senso piuttosto che in un altro e così creare delle disparità anche di accesso a benefici patrimoniali per chi non ne disponga tempestivamente.

⁽¹⁰⁾ In altri termini, verrebbero meno quei limiti dell'informazione continua e di quella periodica che si era cercato di mettere in luce (per i riferimenti si rinvia *supra*, in questo capitolo, nt. 8).

non eliminare l'interesse di alcuni azionisti a dialogare con i vertici societari proprio su quelle stesse informazioni già pubblicate ⁽¹¹⁾.

A ben vedere, però tali dialoghi selettivi incentrati su chiarimenti e commenti di queste informazioni ormai di pubblico dominio, con ogni probabilità non rientrerebbero più nella nozione di *price sensitivity* e forse un loro senso potrebbe individuarsi solamente nell'ottenere dagli amministratori un commento personale e per certi versi critico-valutativo di quei dati già nella disponibilità dell'intero mercato finanziario ⁽¹²⁾. Gli è dunque che spazi per la *selective disclosure* di informazioni *privileged* rimarrebbero solo per le informazioni di cui gli amministratori dell'emittente dispongono, ma che non siano state legittimamente comunicate al pubblico; e proprio questa mancata diffusione di certa informazione privilegiata (ovvero a essa probabilmente assimilabile) risulta dovuta a una molteplicità di fattori che si prendono ora in esame e rendono ragione del bisogno di comprendere come operativamente distinguere la tipologia di informazione.

È necessario considerare anzitutto l'oggettiva difficoltà per gli amministratori in svariati casi concreti di comprendere se effettivamente si tratti di informazione privilegiata o ancora non sia idonea a integrare questa fattispecie, perché se a livello teorico la definizione può apparire semplice e lineare, ove venga poi declinata sul piano applicativo i contorni risultano molto più sfumati ed è particolarmente complesso discernere tra un

⁽¹¹⁾ Ammette espressamente tale circostanza anche HOLLAND, *Private Voluntary Disclosure, Financial Intermediation and Market Efficiency*, in *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 25, 1998, 29 ss., segn. 29 (da cui si cita): «An interpretation of the case data is that senior executives managed voluntary public disclosure as a rational response to market incentives and external pressures. Public voluntary disclosure was conducted up to (or towards) the point where it was thought sufficient to satisfy external or market benchmarks for good communication, to satisfy the law and Stock Exchange regulations, financial reporting standards and Operating and Financial Review (OFR) guidance, to legitimise *additional private disclosure around the same public information*, and where it also satisfied the executive's need for liquidity and cost of capital benefits (if available after reaching benchmark communications levels)» (corsivo aggiunto). Si v. inoltre ID., *Private Disclosure and Financial Reporting*, in *Department of Accounting & Finance University of Glasgow. Working Paper Series*, n. 6, 1998, 1 ss., che riconosce l'attività di divulgazione privata quale parte significativa di una decisione societaria più ampia concernente la divulgazione volontaria pubblica rispetto a quella privata ed evidenzia poi una serie di elementi a favore dell'informazione selettiva, tra cui i limiti della relazione finanziaria. Nella letteratura italiana accenna alla questione MOSCA, *Il sottile confine tra informazioni interne e informazioni privilegiate*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati*, a cura di Marchetti, Ghezzi e Sacchi, Milano, Giuffrè, 2020, 177 ss., segn. 192: «si ritiene, anche in Europa, che la *mandatory disclosure* non elimini l'interesse di alcuni soggetti a parlare con i vertici della società per ottenere la loro visione approfondita, critica, analitica dell'andamento della gestione. Da questo punto di vista, la *disclosure* delle informazioni finanziarie e, ove effettuata, di piani e previsioni, legittima discussioni private sulle materie e sulle informazioni di dominio pubblico».

⁽¹²⁾ Sempreché ciò non determini poi il carattere privilegiato della comunicazione, il che pare da escludere ove non vengano aggiunte ulteriori informazioni rispetto a quelle esistenti.

caso e l'altro, tanto è vero che si è sviluppato un ampio dibattito sulle informazioni quasi-privilegiate.

Fondamentale ai fini dell'applicazione della disciplina di cui al reg. MAR è l'individuazione della nozione di informazione privilegiata, la cui complessità è resa evidente considerato che la legislazione europea non prevede una definizione basata su una tassonomia esaustiva⁽¹³⁾, bensì sulla tecnica normativa delle clausole generali. Si richiede segnatamente che, per integrare la nozione di informazione privilegiata, questa presenti allo stesso tempo tre caratteri fondamentali individuati dall'art. 7 reg. MAR, ossia la precisione, la capacità di influire sui prezzi dei titoli e il carattere privato⁽¹⁴⁾. È chiaro che una lettura estremamente estensiva di questi elementi potrebbe porsi in contrasto rispetto alle esigenze di riservatezza societaria.

Il requisito della precisione è quello che forse più di ogni altro rende evidenza della difficoltà di distinguere in concreto un'informazione privilegiata da quella che invece non lo sia (o comunque non lo sia ancora); infatti, stando al dettato della legge si deve intendere un'informazione che si riferisca «a una serie di circostanze esistenti o che si può ragionevolmente ritenere che vengano a prodursi o a un evento che si è verificato o del quale si può ragionevolmente ritenere che si verificherà»⁽¹⁵⁾, purché questo consenta di «trarre conclusioni sul possibile effetto di detto complesso di circostanze o di detto evento sui prezzi degli strumenti finanziari»⁽¹⁶⁾ e quindi l'informazione sia dotata di specificità. Se una simile clausola generale, rispetto a un'elencazione tassativa, ha sicuramente il pregio della flessibilità e di adattarsi a una serie infinita di casi concreti di cui sarebbe pressoché impossibile stilare un'esaustiva lista, presenta di contro il difetto della

⁽¹³⁾ Diversamente da quanto accade nell'ordinamento statunitense, per un approfondimento del quale si v. VENTORUZZO, *Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Developments*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2014, 571 ss.; PAYNE, *Disclosure of Inside Information*, in *ECGI Working Paper Series in Law*, n. 422, 2018, 1 ss., nonché in tempi molto recenti GUTTENTAG, *What Inside Information Is Worth and Why It Matters*, in *Loyola Law School. Los Angeles Legal Studies Research Paper*, 2023, n. 25, 1 ss. Per una critica della disciplina americana in materia di *insider trading* si cfr. STEINBERG, *U.S. Insider Trading Law: Its Unacceptable Framework and a Proposed Solution*, in *SMU Dedman School of Law Legal Studies Research Paper*, 2023, n. 581, 1 ss. e, anche in prospettiva di riforma, HENNING, *What's So Bad About Insider Trading Law?*, in *Business Lawyer*, 2015, vol. 70, n. 3, 751 ss.

⁽¹⁴⁾ Su cui si v. anche RANIELI, *Commento all'art. 114 t.u.f.*, in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, diretto da Calandra Buonauro, Milano, Cedam-Wolters Kluwer, 2020, 864 ss.

⁽¹⁵⁾ Si tratta della fase in cui si trova lo sviluppo degli eventi posti ad oggetto dell'informazione.

⁽¹⁶⁾ Il virgolettato è tratto direttamente dall'art. 7, parr. 1, lett. a), e 2, reg. MAR.

vaghezza e dei labili margini interpretativi ⁽¹⁷⁾. Da questo sintetico quadro emerge la difficoltà di comprendere con esattezza quali informazioni possono dirsi privilegiate.

Senza voler ripercorrere in dettaglio un dibattito assai vasto e verosimilmente ancora non del tutto concluso, in particolar modo relativamente al carattere della precisione e specificità dell'informazione, nonché alla complessa individuazione di un profilo "fisso" del *reasonable investor* ⁽¹⁸⁾, è sufficiente svolgere i rilievi che seguono. Quanto al primo elemento, la ragionevole prevedibilità di verifica di un evento o di un insieme di circostanze è stata interpretata dalla giurisprudenza europea e dalla Consob nel senso di una concreta prospettiva, senza richiedere invece un'alta probabilità, che gli eventi considerati si verificano ⁽¹⁹⁾; quanto al secondo, si dovrebbe trattare di un soggetto che probabilmente impieghi quelle informazioni ricevute al fine di determinarsi nelle proprie scelte di investimento. Né possono ormai trarsi indicazioni ulteriori e chiarimenti da quelle specifiche disposizioni del regolamento Emittenti ⁽²⁰⁾ che avevano ad oggetto la

⁽¹⁷⁾ Il problema non è nuovo, anche considerato che la stessa tecnica di normazione già in precedenza era stata impiegata dal legislatore europeo: basti al riguardo pensare alla direttiva 89/592/CEE del Consiglio, del 13 novembre 1989 in materia di coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate (*insider trading*), nota come *internal dealing directive*, così come allo stesso modo era strutturata la successiva direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, in ordine all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato), denominata *Market Abuse directive*. Sul carattere elastico e problematico delle clausole generali si v. HEDEMANN, *La fuga nelle clausole generali. Una minaccia per il diritto e per lo stato*, Introduzione e traduzione critica a cura di Nívarra, Pisa, Pacini, 2022, *passim*; FORCELLINI, IULIANI, *Le clausole generali tra struttura e funzione*, in *Europa e dir. priv.*, 2013, 395 ss.; GALGANO, *Le clausole generali fra diritto comune e diritto societario*, in *Le clausole generali nel diritto societario*, a cura di Meruzzi e Tantini, Padova, Cedam, 2011, 1 ss.; AA.VV., *Il ruolo delle clausole generali in una prospettiva multidisciplinare*, a cura di Sacchi, Milano, Giuffrè, 2022.

⁽¹⁸⁾ Tale investitore modello viene individuato in un soggetto che disponga di medie competenze nel mercato in cui opera: efficace è il riferimento alla dottrina penalistica, nella quale si v. SGUBBI, *Le disposizioni generali*, in *Diritto penale del mercato finanziario. Abuso di informazioni privilegiate, manipolazione del mercato, ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob, falso in prospetto. Lezioni*, a cura di Sgubbi, Tripodi e Fondaroli, Padova, Cedam, 2013, 18 ss., anche per una critica all'utilizzo di questo concetto; SEMINARA, *Diritto penale commerciale. Il diritto penale del mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 2018, 62 ss.; AMATI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, in *Diritto penale dell'economia*, a cura di Mazzacava e Amati, Milano, Wolters Kluwer, 2020, 356 ss.; LANGEVOORT, *Insider Trading Regulation, Enforcement and Prevention*, New York, 2023, § 2.2 ss.

⁽¹⁹⁾ Si cfr. il noto caso CGUE, *Markus Gelit vs. Daimler AG*, Causa C-19/11, 28 giugno 2012, n. 35, per un commento del quale si v., tra gli altri, HANSEN, *Say when: When must an issuer disclose inside information?*, in *Nordic & European Company Law, Working Paper*, n. 3, 2016, 3 ss. A seguito di questa pronuncia e della modifica (*rectius*, sostanziale abrogazione) dell'art. 66, comma 1, reg. Emittenti, avvenuta con delibera n. 19925 del 22 marzo 2017, non pare neppure più possibile operare la distinzione tra l'informazione privilegiata da non abusare e l'informazione come fatto rilevante da costituire oggetto di comunicazione al pubblico: al riguardo si v. CONSOB, *Adozione delle Linee Guida in materia di "Gestione delle Informazioni privilegiate" e "Raccomandazioni di investimento"*, *Relazione illustrativa*, 2017, 3, disponibile su www.consob.it.

⁽²⁰⁾ Regolamento adottato con delibera Consob, 14 maggio 1999, n. 11971.

diffusione al mercato di situazioni e dati contabili e informazioni di tipo prospettico ⁽²¹⁾, essendo state abrogate in sede di recepimento interno del regolamento sugli abusi di mercato ⁽²²⁾.

È proprio la mancanza di alcuna indicazione normativa al riguardo e l'ampiezza della nozione di cui al richiamato art. 7 reg. MAR che rendono estremamente complesso dire se le informazioni successive, ossia riguardanti il passato e predisposte secondo gli schemi propri dell'informazione periodica, nonché le informazioni prospettiche, possano dirsi munite di carattere privilegiato. Variegati e articolati sono i percorsi seguiti dalla dottrina per sostenere l'una o l'altra tesi: ad esempio in relazione all'informazione previsionale si è suggerito di fare riferimento all'elemento dell'accuratezza e della precisione delle informazioni che dovrebbe essere inversamente proporzionale all'estensione dell'arco temporale cui si ha riguardo ⁽²³⁾, con il corollario che le informazioni prospettiche di breve periodo dovrebbero ritenersi privilegiate. Si deve rilevare che quanto appena argomentato non consente però in via automatica di escludere che i dati previsionali di lungo periodo integrino delle informazioni privilegiate e quindi da comunicare all'intero mercato. Ancora più complesso è comprendere se siano *inside* le informazioni contabili, in quanto attinenti a eventi ormai trascorsi della gestione societaria, in relazione ai quali si riteneva che la disamina e l'elaborazione svolta anche in via esclusiva dall'amministratore delegato fosse idonea a colorare di *price sensitivity* quei fatti cui le situazioni contabili si riferiscono ⁽²⁴⁾.

⁽²¹⁾ Si fa cioè riferimento agli artt. 66, comma 3 e 68 del regolamento Emittenti, abrogati mediante delibera Consob, 22 marzo 2017, n. 19925. Essi escludevano deroghe al principio di parità informativa diverse e ulteriori rispetto all'eccezione di cui agli artt. 10 e 11 reg. MAR: si prevedeva l'obbligo di comunicazione al mercato e quindi di ripristinare la parità informativa in tutti quei casi in cui le informazioni contabili fossero state condivise con terzi (ma ivi si dovevano però far rientrare anche gli stessi azionisti); similmente per le informazioni di tipo prospettico la comunicazione selettiva era solo teoricamente possibile, perché si prevedeva che contestualmente le informazioni dovessero comunicarsi anche al pubblico.

⁽²²⁾ Si cfr. CONSOB, *Modifiche al regolamento n. 11971 in materia di emittenti e al regolamento n. 16191 in materia di mercati. Primi esiti degli approfondimenti condotti nell'ambito dei tavoli di lavoro "concorrenza fra sistemi di regole e vigilanza" e "semplificazione regolamentare del mercato finanziario italiano"*. Documento di consultazione, 25 luglio 2011, disponibile su www.consob.it.

⁽²³⁾ Si richiamano gli scritti di BIANCHI, PICCIAU, *Appunti sulla nuova regolamentazione dell'informativa continua*, in *Analisi giur. econ.*, 2013, 230 s. e di DI NOIA, GARGANTINI, *Corporate Governance e comunicazione di informazioni privilegiate*, in *Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, a cura di Tombari, Torino, Giappichelli, 2018, 11 ss.

⁽²⁴⁾ Questa lettura è sostenuta da COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, VIII, Padova, Cedam, 2004, 202 s.; GILOTTA, *I tempi di diffusione dell'informazione privilegiata*, in *Giur. comm.*, 2019, II, 806 s. Per la tesi che ai detti fini richiede invece anche il passaggio consiliare si v. MACRÌ, *Informazioni privilegiate, disclosure e ruolo del c.d.a.*, in *Società*, 2015, 1144 ss.; SFAMENI, *Commento all'art. 114 t.u.f.*, in *La disciplina delle società quotate*, a cura di

Sembra chiaro che non potrebbe utilizzarsi quale parametro per valutare la soglia del carattere privilegiato di una certa informazione la rilevanza per il mercato, perché così facendo si finirebbe per estendere oltremodo l'area di queste informazioni, con un effettivo ostacolo all'elaborazione da parte della compagine societaria di prospetti consuntivi periodici anche negli spazi temporali intercorrenti tra la pubblicazione dei bilanci e dei rendiconti intermedi secondo quanto discende dai doveri di corretta gestione dell'impresa societaria⁽²⁵⁾. Si deve anche considerare il rischio di *information overload*, stante una diffusione di informazione al solo obiettivo di scongiurare di incorrere in responsabilità⁽²⁶⁾.

A ciò consegue che la nozione di informazione privilegiata non può che essere interpretata in modo più restrittivo, affinché l'obbligo di informazione continua non venga eccessivamente esteso; del resto, alla luce di un ragionamento che adotti una prospettiva più ampia, si trae conferma della correttezza di una simile lettura dall'approfondimento dei rapporti correnti tra l'informazione periodica e quella continua, e che pure la prima non riguardi solo il passato richiedendo di indicare l'evoluzione prevedibile della gestione e quindi un'informazione prospettica. Si vuole cioè dire che se ogni situazione contabile elaborata dalla società debba costituire oggetto di immediata pubblicazione, tanto valeva per il legislatore estendere il perimetro dell'informazione periodica che invece è stato invero ristretto, prova ne sia l'eliminazione, salvo in alcuni casi, dell'obbligo di pubblicazione delle relazioni trimestrali⁽²⁷⁾.

Marchetti e Bianchi, Milano, Giuffrè, 1999, 535 ss., nonché ASSONIME, *La revisione del Regolamento sugli abusi di mercato: la posizione di Assonime*, in *Note e Studi*, 2019, 11, 13, disponibile su www.assonime.it.

⁽²⁵⁾ Svolge questo rilievo anche PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, Giuffrè, 2020, 104 s.

⁽²⁶⁾ Evidenziano tale profilo ENRIQUES, GILOTTA, *Disclosure and Financial Market Regulation*, in *ECGI Working Paper Series in Law*, n. 252, 2014, 5, 21 s.: «MD largely relies on the assumption that investors, if provided with all relevant information, will be able to make optimal decisions. Recent scholarship has questioned that assumption. Problems of bounded rationality and information overload would impair individual investors' ability to handle and correctly process information and would systematically keep them from making optimal decisions. The policy implications of investors' alleged inability to deal with information are seemingly sweeping: if investors are to be regarded as truly unable to make any meaningful use of information, the entire system of MD would be useless and, to the extent that more information leads to even worse decisions, harmful. For such reasons, supporters of this view often suggest that the current system be radically reshaped or scaled back, so as to mitigate information overload and the negative consequences of bounded rationality on individual choices. Retail investors are clearly those who suffer most from such problems»; si cfr. anche PAREDES, *Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation*, in *Washington University Law Quarterly*, 2003, 417.

⁽²⁷⁾ Questa lettura vorrebbe anche evitare che nel dubbio gli emittenti qualifichino le informazioni come privilegiate. Per una dettagliata analisi delle ragioni che hanno condotto a tale abrogazione si v. STRAMPELLI, *Commento all'art. 154-ter t.u.f.*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme*

Oltre alle viste questioni circa la qualificazione dell'informazione privilegiata, sulle quali si è cercato di fare chiarezza, dimostrando che non sempre queste informazioni vengono attratte nell'orbita dell'obbligo di *public disclosure* e quindi possono restare materia di dialoghi *behind the scenes*, deve considerarsi che pure l'informazione per forza di cose privilegiata può comunque, in taluni casi, non essere anzitempo pubblicata, sicché ha ragione di porsi il problema dei flussi asimmetrici.

Si deve brevemente focalizzare l'attenzione sulla tecnica del ritardo codificata all'art. 17, par. 4, reg. MAR, in base alla quale quando la società abbia un interesse a non rendere subito di pubblico dominio certe informazioni, seppure già *price sensitive*, può avvalersi di questo istituto, al ricorrere dei relativi presupposti che consistono nella sussistenza di un legittimo interesse dell'emittente a evitare un danno probabilmente derivante dalla diffusione dell'informazione; oltre a ciò si richiede che la società riesca a preservare la riservatezza dell'informazione e che il ritardo non abbia l'effetto di fuorviare il pubblico.

Particolarmente dubbio è tale ultimo elemento ⁽²⁸⁾, anche perché è lo stesso concetto di informazione privilegiata che ove ne venga ritardata la pubblicazione finirebbe per ingannare gli investitori. Una simile interpretazione rischia di privare di ogni spazio applicativo la norma sul ritardo e per questo è sempre preferibile optare per una lettura che limiti l'effetto fuorviante in relazione a una specifica situazione che l'emittente abbia concorso a creare, intendendosi con ciò ingannevole quel ritardo della pubblicazione di un'informazione che si porrebbe in senso contrario rispetto alle informazioni in precedenza fornite dalla stessa società ⁽²⁹⁾. Per quanto invece attiene agli interessi meritevoli

complementari, diretto da Abbadessa e Portale, Milano, Giuffrè, 2016, 4377 ss.; nonché MOSCA, *Il sottile confine tra informazioni interne e informazioni privilegiate*, cit., 195 s.

Si osserverà a ragion veduta, ossia dopo l'analisi in chiave derogatoria della parità informativa (che si svolgerà *infra*, cap. 3, sez. 3), che alla fine comprendere con esattezza se l'informazione sia o meno privilegiata impatta certo sul quadro normativo entro cui studiare ammissibilità e legittimità dei flussi informativi selettivi, ma questo potrebbe in realtà stemperarsi una volta indagata la relazione che vi è tra l'eccezione di stretta necessità di cui all'art. 10 reg. MAR e i requisiti che dovrebbero consentire la deroga alla parità informativa in riferimento alle informazioni non privilegiate (*ex art. 92 t.u.f.*), fermo restando che il principio paritario di diritto comune rimane efficace in ambedue i casi, anche in quello delle informazioni privilegiate e ne va dunque ricercata un'eccezione.

⁽²⁸⁾ Di cui all'art. 17, par. 4, lett. b), reg. MAR.

⁽²⁹⁾ È ciò che accade ad esempio quando l'informazione privilegiata della quale si intende ritardare la pubblicazione sia contraria a precedenti prese di posizione dell'emittente, ovvero ancora quando gli obiettivi finanziari dell'emittente non potranno essere conseguiti, nonostante siano stati in precedenza resi noti al mercato oppure quando le informazioni privilegiate di cui si vorrebbe differire la pubblicazione si pongono in contrasto con le aspettative che il mercato ha visto formarsi in relazione a informazioni diffuse dalla stessa società. Si cfr. ESMA, *Orientamenti relativi al regolamento sugli abusi di mercato (MAR). Ritardo nella comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate (ESMA/2016/1478)*, 20 ottobre 2016, disponibile su www.esma.com; nonché già prima DI NOIA, GARGANTINI, *Issuers at Midstream: Disclosure*

di protezione, è chiaro che si tratti di mantenere riservate le trattative in corso ovvero di non divulgare attività coperte dal segreto aziendale, come quelle attinenti ai settori ricerca e sviluppo.

1.2. Il carattere preventivo oppure successivo dell'informazione.

Oltre alla classificazione in base al carattere privilegiato o meno, una completa tassonomia dell'informazione selettiva non può prescindere dal considerare altresì il momento nel quale avvengono le comunicazioni rispetto all'arco temporale cui fanno riferimento i dati e le notizie che vengono in rilievo e ne costituiscono l'oggetto.

Anzitutto, si deve fare menzione dell'informazione concernente le materie di competenza dell'assemblea straordinaria che sarà oggetto di un'analisi specifica nella sezione che segue, considerata la sua peculiarità. Questo tipo di informazione può farsi rientrare in quella di tipo preventivo, in quanto viene fornita prima del compimento di una certa operazione che richiede il voto favorevole degli azionisti e segnatamente di quello di controllo ove presente.

Occorre poi verificare quale sia lo scenario in cui si inserisce l'informazione societaria in esame al di fuori di questo caso particolare di cui all'art. 2365 c.c. Per fare ciò è preliminarmente necessario, a patto di non voler fornire delle astrazioni di scarsa utilità e dubbia intelligibilità, prendere in considerazione tre ambiti di fattispecie, ricordando come ci si trovi esternamente al contesto assembleare e di mercato e la selettività sia rivolta a favore del socio di controllo ovvero dei soci di minoranza ma significativi (*i.e.* investitori istituzionali).

In primo luogo, vengono in rilievo i flussi informativi *preventivi* che muovono dall'organo amministrativo allo scopo di vagliare la condivisione e il supporto da parte dei detti soci circa eventuali e future operazioni gestorie (il che implica in linea di massima la circolazione di informazioni privilegiate) non rientranti però nella competenza dell'assemblea dei soci, considerando anche l'ipotesi in cui queste possano in certa misura impattare sull'oggetto sociale. Si pensi alla dismissione di una partecipazione fondamentale che determina la totale cessazione dell'attività della compagine limitatamente a un settore strategico pure specificato *ex art.* 2328, comma 1, n. 3, c.c.

of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2012, 506.

In secondo luogo, devono considerarsi i flussi informativi bilaterali «riguardanti l'evoluzione societaria e di mercato»⁽³⁰⁾ e dunque reattivi, siccome originati da una richiesta dei soci che nutrono perplessità in relazione a indirizzi gestionali e strategici (naturalmente adottati in precedenza), con precisazioni che si spingono sino a un livello prospettico.

Si allude cioè, da un lato, a tutte quelle informazioni riguardanti dati di tipo economico, patrimoniale e finanziario che costituiranno il fondamento per la futura informazione periodica (relazione finanziaria annuale e semestrale, nonché loro componenti e allegati) e ivi confluiranno, pertanto attinenti in sostanza ad atti e fatti che abbiano già avuto svolgimento⁽³¹⁾; dall'altro, ci si riferisce all'informazione prospettica, vale a dire documenti previsionali, nonché piani industriali, finanziari e strategici, previsioni di breve periodo, dati di *budget*⁽³²⁾, obiettivi quantitativi, la cui redazione e approvazione è di esclusiva spettanza del consiglio di amministrazione *ex art. 2381*, commi 3 e 5, c.c. È però opportuno precisare che pure l'informazione periodica, la quale diversamente riguarda in sostanza il passato, presenta talvolta dei profili previsionali⁽³³⁾, sicché non si può tracciare una distinzione netta dal punto di vista dello scenario passato o futuro al quale le due tipologie di informazione hanno riguardo.

Da ultimo, rileveranno i dialoghi concernenti questioni di *governance* in senso stretto, quelli volti alla spiegazione di dati già diffusi al mercato ovvero più in generale relativi a informazioni comunque non *material*, che tuttavia rientreranno nell'ambito applicativo del principio paritario dettato dall'ordinamento dei mercati finanziari e quindi la ricerca di una deroga dovrà tenere conto di ciò, oltreché della dimensione di diritto societario comune.

⁽³⁰⁾ Volendo utilizzare la locuzione di cui al considerando n. 19 reg. MAR.

⁽³¹⁾ In questo ambito si può pensare alle situazioni contabili, locuzione nella quale si fanno normalmente rientrare progetti di bilancio, rendiconti intermedi provvisori, nonché prospetti redatti in occasione di operazioni straordinarie approvati o meno da parte del consiglio di amministrazione. Si tratta di materiale informativo all'interno del quale si possono trovare dati tra loro eterogenei, basti pensare a informazioni riassuntive di eventi singolarmente rilevanti che potranno sortire degli effetti sui conti della società (ad esempio diritti *sub iudice* oppure operazioni straordinarie), nonché a informazioni su processi valutativi interni, quali l'*impairment test*, oppure a notizie sul raggiungimento di obiettivi aziendali. Si cfr. ASSONIME, *La revisione del Regolamento sugli abusi di mercato: la posizione di Assonime*, cit., 14.

⁽³²⁾ Si cfr. CONSOB, *Modifiche al regolamento n. 11971 in materia di emittenti e al regolamento n. 16191 in materia di mercati. Primi esiti degli approfondimenti condotti nell'ambito dei tavoli di lavoro "concorrenza fra sistemi di regole e vigilanza" e "semplificazione regolamentare del mercato finanziario italiano"*. Documento di consultazione, cit.

⁽³³⁾ Si rinvia a quanto già esaminato *supra*, cap. 2, § 4.1.

2. Le particolarità dipendenti dalla tipologia di azionista e il parziale fondamento di una distinta analisi normativa. Rilevi espositivi ed empirici.

Le differenze tra le molteplici tipologie di soci esistono, ma in linea di principio presentano un carattere “neutro” rispetto al contesto normativo che è *tendenzialmente* sempre il medesimo⁽³⁴⁾ e quindi non sono in grado di impattare su quest’ultimo; si vuole cioè sottolineare che la distinzione in base ai profili soggettivi dell’azionista non assume generalmente rilevanza per la valutazione di compatibilità dei flussi informativi rispetto all’ordinamento azionario e a quello dei mercati finanziari, segnatamente al principio di parità informativa e alla disciplina sugli abusi di mercato. Questo, tuttavia, nulla toglie a che siffatte differenze debbano essere evidenziate sul piano sostanziale.

In quest’ottica ci si concentrerà in via prevalente sul socio o sui soci di controllo (a seconda che, rispettivamente, si tratti di controllo solitario oppure congiunto) e sugli azionisti di minoranza comunque rilevanti⁽³⁵⁾, vale a dire gli investitori istituzionali⁽³⁶⁾,

⁽³⁴⁾ Sia consentito però anticipare per inciso che un’eccezione a ciò, seppure limitata agli investitori professionali, si potrebbe rinvenire nell’art. 124-*quinquies* t.u.f. dedicato alla politica di impegno di questi azionisti, dal quale sembra possibile trarre in via indiretta un dovere per gli amministratori di fornire informazioni selettive in corrispondenza a un dovere “temperato” dei detti soci di predisporre la politica di *engagement*.

⁽³⁵⁾ Si tratta del caso di informazione preventiva sulle materie assembleari, quando la maggioranza del capitale sociale si raggiunga soltanto con l’ausilio di taluni azionisti di minoranza rilevanti (si v. *infra*, cap. 3, sez. 2). Deve anticiparsi che questa non pare essere la sola ipotesi di informazione selettiva verso i detti azionisti qualificati, dovendosi ancora verificare la legittimità di flussi informativi a loro favore anche in relazione ad oggetti differenti. Sul punto si tornerà più diffusamente nel prosieguo della trattazione.

⁽³⁶⁾ Gli effetti positivi derivanti dall’attivismo degli investitori istituzionali sono stati negli ultimi anni viepiù considerati. Si pensi alla citata direttiva 2017/828/UE, segnatamente al considerando n. 15, ove si precisa 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». Nella letteratura italiana si v. MONTALENTI, *Investitori istituzionali e amministrazione nelle società quotate: problemi e proposte*, in *Orizz. dir. comm.*, 2016, 3 ss.; EREDE, 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, 932 ss. Il tema si è posto all’attenzione degli studiosi di altri ordinamenti già da tempo e la letteratura è estremamente vasta, si v. tra i tanti M.P. SMITH, *Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS*, in *Journal of Finance*, 1996, 227 ss.; più di recente, tra gli altri, BENGTTZEN, *Private Investor Meetings in Public Firms: the Case for Increasing Transparency*, in *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 2017, 52 s. Non sono tuttavia mancati neppure approcci critici nel senso che l’attivismo degli investitori professionali non rappresenterebbe una panacea per le patologie del governo societario e anzi finirebbe per compromettere il ruolo del consiglio di amministrazione come organo decisionale centrale, rendendo in tal modo meno efficace la *governance*, così BAINBRIDGE, *Shareholder Activism and*

senza tralasciare neppure gli azionisti *retail*, in favore dei quali si è ritenuto di attribuire un ruolo (seppure, beninteso, non individuale) ⁽³⁷⁾, visto che il profilo non è stato ancora esplorato da quanti si sono occupati della specifica materia e che non può certamente essere integralmente ignorato, soprattutto alla luce dei recenti e significativi interventi dell'Unione europea in punto di *retail investment strategy*, di cui nel prosieguo si dirà più ampiamente ⁽³⁸⁾.

La distinzione tra tipologie di azionisti sarà utile, in quanto è un elemento funzionale, in combinazione con l'oggetto dell'informazione di cui già si è trattato, a consentire di individuare una casistica concreta che rappresenterà la base su cui innestare tutta la successiva ricostruzione della disciplina del controllo degli azionisti sulla gestione, della quale si dovrà valutare la legittimità in deroga al regime paritario, offrendo alla disamina un ancora maggiore impatto anche applicativo.

2.1. La sopravvenuta importanza di ricercare forme giuridiche in cui inquadrare la selective disclosure verso il socio di controllo.

I flussi informativi selettivi a favore del socio di controllo rappresentano un dato di fatto che esiste da sempre, ma in passato non costituiva oggetto di discussione ⁽³⁹⁾. Pur rinviando alle sezioni che seguono la disamina volta a verificare se siano configurabili delle deroghe al principio paritario nelle sue varie declinazioni multi-ordinamentali, è sicuramente utile mettere in luce le ragioni che hanno fatto sorgere la necessità di interrogarsi circa la legittimità di tale diffusa pratica e di attribuirgli una veste giuridica, anche tenuto conto che, come si è visto, scambi informativi di questo tipo non trovano una

Institutional Investors, in *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper*, 2005, 2 ss., disponibile su www.ssrn.com.

⁽³⁷⁾ Appare chiaro che gli investitori "minimi" non possano essere destinatari di flussi informativi selettivi e che la loro "discriminazione" potrà riposare su una deroga al principio paritario; diversamente ove si indirzassero comunicazioni riservate a questi azionisti *retail* (considerati singolarmente), verrebbe arduo giustificare una corrispondente deroga, e simili flussi verso tali azionisti difficilmente potrebbero conciliarsi rispetto all'interesse sociale.

⁽³⁸⁾ *Infra*, in questo capitolo, § 2.3, la recente proposta di direttiva europea in materia.

⁽³⁹⁾ Così anche LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, 86 ss., secondo cui il socio di controllo già è stato informato previamente rispetto all'assemblea; cui adde MOSCA, *Director-Shareholder Dialogues Behind the Scenes: Searching for a Balance Between Freedom of Expression and Market Fairness*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2018, 807: «However, leaving aside the analysis of the abuse of corporate control, less attention has been devoted to the dialogues that characterise the relation between directors and controlling shareholders, and to the compliance of such behaviour with the legislative framework».

consacrazione espressa nel diritto positivo, al netto di pochi casi oggettivamente connotati ed essenzialmente limitati ai gruppi societari.

Ai fini dell'individuazione delle cause di centralità della questione potrebbe in via di prima approssimazione risponderci che è stata proprio la diffusione del controllo gestorio da parte degli investitori istituzionali, così come sollecitata in via programmatica dalla seconda direttiva sui diritti degli azionisti ad avere fatto sì che, per differenza e in relazione a esigenze di più ampia ricostruzione sistematica, si affrontasse il tema anche per il socio di controllo; questo se non altro per verificare in sede di analisi se dalla prospettiva dei rapporti informali tra organo amministrativo e socio di riferimento possano trarsi degli elementi dai quali inferire la legittimità dei dialoghi *anche* a favore di azionisti rilevanti, ma non titolari della maggioranza del capitale sociale.

Questa circostanza può sicuramente essere alla base del dibattito, ma accanto a essa se ne aggiungono altre. Basti pensare alla presenza in consiglio degli amministratori di minoranza oppure di quelli indipendenti, che forse ha portato in luce e osteggiato questi flussi informativi siccome parte dell'organo di amministrazione non ne era reso partecipe e si creavano marcate asimmetrie informative endoconsiliari ⁽⁴⁰⁾, cui si può pure aggiungere la volontà di limitare al massimo l'applicazione della disciplina sulle operazioni con parti correlate.

Inoltre, è possibile trarre indirettamente un elemento causale alla base della necessità di chiarire lo statuto delle relazioni informative tra azionista di maggioranza e amministratori anche nel divieto di *interlocking directorate* di cui all'art. 36 d.lgs. 6 dicembre 2011, n. 201 (decreto c.d. Salva Italia). Come è noto, la disposizione è posta a «tutela della concorrenza e partecipazioni personali incrociate nei mercati del credito e finanziari», e fa divieto, tra gli altri, a coloro che occupano l'ufficio amministrativo, nonché ai funzionari di vertice di imprese o gruppi di imprese operanti nei mercati del credito, assicurativi e finanziari di assumere o esercitare analoghe cariche in imprese o gruppi di

⁽⁴⁰⁾ Interessante è il rilievo di ZOPPINI, *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 Tombari, Torino, Giappichelli, 2018, 91, secondo cui sarebbe stata l'attività ispettiva svolta dalla Consob a evidenziare lo svolgimento di flussi informativi dai quali il consiglio di amministrazioni era rimasto all'oscuro. In via più ampia, nella letteratura internazionale, si v. anche BEBCHUK, HAMDANI, *Independent Directors and Controlling Shareholders*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2016, 1271, 1280; DAVIES, *Introduction to Company Law*³, Oxford, OUP, 2020, 44, che si esprime tuttavia in senso parzialmente dubitativo circa gli effetti positivi derivanti dalla nomina di tali amministratori.

imprese concorrenti ⁽⁴¹⁾. Si tratta cioè della previsione di limiti al legame personale che intercorre tra due imprese nel momento in cui l'amministratore di una siede anche nel consiglio di amministrazione dell'altra.

Questa disposizione che è evidentemente stata pensata per tutelare la concorrenza nei mercati del credito e finanziari ⁽⁴²⁾ può allo stesso tempo, naturalmente in relazione ai settori nei quali si applica, produrre anche l'effetto di "isolare" il socio di controllo rispetto agli amministratori della società partecipata e quindi rendere più difficili i dialoghi a livello informale e di converso rafforzare la necessità di individuare vie formalizzate per tali interazioni. Infatti, a livello economico è stato dimostrato che la sovrapposizione degli incarichi di amministratore di grandi società quotate può trovare una spiegazione proprio nei loro legami di proprietà ed è questo dato che il divieto in esame vorrebbe evitare ⁽⁴³⁾.

⁽⁴¹⁾ In materia si possono leggere, tra gli altri, gli scritti di BRUGNOLI, *Il divieto di interlocking nel Decreto Salva Italia. Analisi normativa e criteri per l'applicazione*, in *Riv. dir. soc.*, 2015, III, 425 ss., nonché GHEZZI, *La nuova disciplina dei legami personali in Italia*, in *Mercato conc. reg.*, 2012, 199 ss.; ID., PICCIAU, *The Curious Case of Italian Interlocking Directorates*, in *Bocconi Legal Studies Research Paper*, 2020, n. 3661733, 1 ss.; SANTAGATA, *Interlocking directorates e interessi degli amministratori di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2009, 310 ss. Estremamente composita è la letteratura internazionale in argomento, sicché, senza alcuna pretesa di esaustività, si v. MIZRUCHI, *What Do Interlocks Do? An Analysis, Critique, and Assessment of Research on Interlocking Directorates*, in *Annual Review of Sociology*, 1996, 22, 271 ss.; BARONE, SCHIVARDI, SETTE, *Interlocking Directorates and Competition in Banking*, in *Quaderni-Working Paper DSE*, 2022, n. 1173, 1 ss.; PETERSEN, *Interlocking Directorates in the European Union: An Argument for Their Restriction*, in *European Business Law Review*, 2015, 821 ss.

⁽⁴²⁾ La condivisione di amministratori tra due società concorrenti genera una via informale di interazione tra queste ultime per il tramite del gestore *interlocked*, che permette alle imprese di venire reciprocamente a conoscenza di informazioni riservate sulle strategie imprenditoriali proprie dei *competitors*, e in questo modo si può materializzare un patto anticoncorrenziale. Neppure deve escludersi che la disposizione abbia anche una valenza dal punto di vista della *corporate governance*, atteso che in capo all'amministratore *interlocked* vi è un *fiduciary duty* verso ognuna delle compagini cui è legato, dal quale potrebbero derivare scelte gestorie non ottimali, al fine di evitare decisioni svantaggiose per l'una o per l'altra società.

⁽⁴³⁾ Si cfr. l'analisi empirica di AUVRAY, BROSSARD, *French connection: interlocking directorates and the ownership-control nexus in an insider governance system*, in *HAL*, 2013, 2 ss., condotta in relazione alla *corporate governance* delle società quotate francesi, ma con spunti estensibili anche al nostro ordinamento: «By focusing on multiple categories of owners of a corporation, we contribute in three ways to the literature dealing with minority controlling shareholders [...]. We show first that both large and small ownership linkages across companies, from 20% to 1% of CFR or VR, are strong predictors of overlapping directors among these corporations. The impact of ownership ties on interlocking directorates is much stronger than any of the other potential determinants of overlapping directors, such as reputation and competences of board members. This result is congruent with studies on controlling shareholders because we show that *the probability that two firms are interlocked is increased more if one of them holds a large stake in the other than if it holds a small stake*. Nevertheless, since we also find that small shareholdings can create interlocking directorates, our work underlines the need to consider not only the first or the second shareholder but also the entire ownership structure, particularly when it involves other listed companies» (corsivo aggiunto).

2.2. Gli investitori istituzionali e il loro tendenziale disinteresse verso le informazioni privilegiate.

Oltre al socio di controllo, un rilievo parimenti importante, o addirittura maggiore, nell'ambito oggetto di studio deve ascriversi agli investitori istituzionali. Del resto, la centralità di queste figure ai fini di implementare un adeguato monitoraggio sull'attività degli amministratori è stata prevista in molteplici documenti elaborati a livello sovranazionale⁽⁴⁴⁾ e si è già spiegato anche il ruolo propulsivo che a tale riguardo ha avuto la seconda direttiva *Shareholder Rights*⁽⁴⁵⁾. Infatti, svolgere dialoghi con questi azionisti consente con buona probabilità alla società, normalmente nella persona degli amministratori, di convincerli a votare in senso favorevole sulle materie all'ordine del giorno di un'assemblea già convocata o da convocare, oppure di svolgere occasioni di confronto, anche su richiesta degli stessi soci, relativamente ad argomenti di esclusiva spettanza dell'organo gestorio. Resta comunque il fatto che malgrado questa apertura alle interazioni con gli azionisti, permane sugli amministratori la responsabilità della scelta di consentire a taluni di loro un accesso privilegiato a certe informazioni societarie delle quali altrimenti non disporrebbero. Da qui l'attualità e l'interesse di comprendere con esattezza gli spazi di legittimità di tali condotte.

La considerazione di questa tipologia di azionisti risulta importante per evidenziarne le particolarità anche a livello concreto, soprattutto nell'ambito delle società quotate: si allude alla circostanza per cui gli investitori istituzionali non intendono soggiacere a un

⁽⁴⁴⁾ Basti pensare a quanto sinteticamente emerge da EUROPEAN COMMISSION, *Action Plan on European company law and corporate governance: Frequently Asked Questions (scheda informativa)*, 12 dicembre 2012, disponibile su www.ec.europa.eu, ossia l'evidenza che tali temi erano già discussi nei vari *Green Paper* che nel corso degli anni si sono susseguiti. La Commissione Europea chiariva che: «Shareholder engagement is a purposeful dialogue with companies on matters such as strategy, performance, risk, capital structure, corporate governance, including remuneration, etc. It is therefore more than just voting at the general meeting. Shareholder engagement (or "stewardship") aims to promote long term success of companies. Effective engagement benefits companies, shareholders and the economy as a whole». In particolare, i due libri verdi in materia di governo nelle società quotate e nelle banche del 2010 e del 2011 avevano già segnalato l'apatia di molti azionisti dalle società e stigmatizzato che talvolta sono stati alcuni soci a spingere le imprese bancarie verso rischi incontrollati, anziché concentrarsi sulla promozione del successo a lungo termine della compagine societaria. I soggetti su cui puntare per realizzare un monitoraggio sostanziale sulle società partecipate parrebbero essere gli azionisti con passività a lungo termine, quali ad esempio i fondi pensione o gli assicuratori sulla vita che hanno maggiori probabilità di impegnarsi, anche se alcune evidenze empiriche hanno tuttavia dato prova che molti di questi adottano anche una strategia di investimento piuttosto a breve termine una volta che i loro fondi sono amministrati dai gestori patrimoniali, sicché intendono trasformare il portafoglio piuttosto che investire a lungo termine e impegnarsi nelle società partecipate su questioni di *corporate governance*. Questa mancata corrispondenza degli interessi tra *asset owners* e *asset managers* ha invero disincentivato l'*engagement* degli azionisti.

⁽⁴⁵⁾ *Supra*, cap. 1, § 7.

divieto di negoziazione dei titoli che in taluni casi si attiverrebbe *ex lege*; a ciò si aggiunga che tali investitori non sempre possono contare su uno o più amministratori da loro nominati e dai quali ottenere in via informale dati e notizie, ciò differentemente dal socio di controllo. Un ulteriore profilo di rilevanza di questi soci potrebbe essere quello volto a individuare la maggioranza del capitale sociale correlativamente a un peculiare oggetto dell'informazione, ossia quella preventiva e selettiva su materie assembleari.

Secondo questo impianto, la distinzione basata sugli investitori istituzionali dovrà essere richiamata e valorizzata segnatamente in riferimento al reg. MAR e quindi anche al *market sounding* ⁽⁴⁶⁾, proprio per sottolineare che il problema del controllo selettivo per mezzo di *inside information* si pone teoricamente per tutti gli azionisti, però tendenzialmente l'aspetto diviene meno rilevante quando le comunicazioni avvengono con gli investitori istituzionali e non con il socio di controllo, atteso che i primi normalmente non desiderano ricevere informazioni privilegiate, oppure spesso cercano di avere informazioni selettive con comunicazioni *one-way*.

Ha un rilievo ai fini di quanto si dirà nelle successive sezioni, sottolineare che in realtà non esiste un postulato per cui l'influenza esercitata dagli investitori istituzionali attraverso il dialogo sia in ogni caso portatrice di effetti positivi per gli altri azionisti e per la collettività più in generale. È innegabile che in un capitalismo marcatamente intermediato vi possa essere il rischio di strumentalizzazione dell'influenza di questi azionisti in potenziale pregiudizio dei propri clienti, che può portare le compagini da essi partecipate a effettuare scelte non efficienti per la società ⁽⁴⁷⁾. E questo è bene avere presente là dove si procederà a valutare la conformità all'interesse sociale del controllo gestorio svolto dai soci istituzionali, rendendo evidente come non sia sempre detto che tutti i dialoghi selettivi con questi soggetti rispettino siffatto requisito.

In relazione a tali investitori è anche importante distinguere al loro interno varie tipologie, visto che ciò si riflette sulla loro propensione all'attivismo nell'ambito delle società

⁽⁴⁶⁾ *Infra*, cap. 3, sezz. 2 e 3.

⁽⁴⁷⁾ Non è inoltre da escludere che quando gli investitori siano titolari di significative quote di partecipazione in più imprese concorrenti, si possa registrare una limitazione della concorrenza a danno di clienti e consumatori. Si cfr. BEBCHUK, HIRST, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, in *Columbia Law Review*, 2019, vol. 119, 2027 ss.; AZAR, VIVES, *Revisiting the Anticompetitive Effects of Common Ownership*, in *ECGI Working Paper Series in Finance*, n. 827, 2022, 1 ss.

partecipate⁽⁴⁸⁾. Ad aver assunto particolare rilievo ai fini più specificamente di interesse sono proprio gli investitori passivi e in particolare gli *index mutual funds* e gli *exchange trade funds*⁽⁴⁹⁾ che operano sulla base di una strategia di investimento incentrata sulla replica di un certo indice borsistico che funge da riferimento, il che fa sì che mantengano in portafoglio i titoli ivi compresi e che dunque siano investitori fortemente orientati a una prospettiva *long term*⁽⁵⁰⁾. Da questo elemento dovrebbe discendere il loro maggiore interesse a impegnarsi nel controllo gestorio, anche richiedendo forme di dialogo con le società partecipate. Questa maggiore inclinazione verso l'*engagement* esce confermata e rafforzata se si considera che gli investitori passivi non possono avvalersi dello strumento dell'*exit*, siccome vincolati a replicare il visto indice.

2.3. Il possibile ruolo collettivo degli investitori retail.

Nel tracciare una completa tassonomia soggettiva dell'informazione asimmetrica si era già accennato circa l'impossibilità di ignorare gli investitori *retail* e la loro posizione. Al riguardo deve però subito evidenziarsi un dato di fatto e cioè che la presenza di questi azionisti non caratterizza in modo massiccio il nostro mercato finanziario e in senso più ampio neppure quello europeo, visto che sono pochi coloro che investono il proprio

⁽⁴⁸⁾ Una lettura delle norme in materia di trasparenza degli investitori istituzionali basata sulla tipologia interna di investitore è proposta da PRESCIANI, *La trasparenza degli azionisti istituzionali di società quotate*, Torino, Giappichelli, 2020, 265 ss., nonché da GINEVRA, *Le società di capitali "aperte", tra codice civile e t.u.f.*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, I, 868 ss., segn. 878 s. Per la ricostruzione della funzione svolta dai vari investitori istituzionali si v. GILSON, GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, in *Columbia Law Review*, 2013, 863 s.; ROCK, *Institutional Investor in Corporate Governance*, in *Oxford Handbook on Corporate Law and Governance*, a cura di Gordon e Ringe, Oxford, OUP, 2015, 363 ss.; KAHAN, ROCK, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2007, 1021 ss. Nella dottrina italiana si cfr. EREDE, SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, cit., 931 ss.

⁽⁴⁹⁾ Sul rapporto tra queste due tipologie di fondi di investimento passivi si v. la ricostruzione di AGAPOVA, *Conventional Mutual Index Funds Versus Exchange Traded Funds*, in *Journal of Financial Markets*, 2009, vol. 14, n. 2, 323 ss.; la crescente diffusione di questi investitori è segnalata da FICHTNER, HEEMSKERK, GARCIA-BERNARDO, *Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-Concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk*, in *Business and Politics*, 2017, 298 ss.; BEBCHUK, *The Specter of the Giant Three*, in *Boston University Law Review*, 2019, vol. 99, 723 ss.

⁽⁵⁰⁾ Questo spiega anche l'utilizzo dell'aggettivo passivi nella loro denominazione, visto che non scelgono attivamente i titoli che compongono il loro portafoglio e l'unica attività di negoziazione che effettuano è quella preordinata al mantenimento del portafoglio in linea rispetto all'indice stabilito. Al riguardo si cfr. MCNABB III, *Getting to Know You: The Case for Significant Shareholder Engagement*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance & Financial Regulation*, 24 giugno 2015.

risparmio in modo disintermediato, ossia *direttamente* e dunque senza avvalersi degli investitori istituzionali ⁽⁵¹⁾.

Ci si trova dinanzi a una constatazione che, come si vedrà più diffusamente nel prosieguo, depone peraltro anche nel senso di una revisione di quel *market egalitarianism* di cui l'art. 92 t.u.f. è piena e concreta espressione, proprio perché non vi è l'esigenza di vietare lo sfruttamento di privilegi di posizione e quindi fare in modo che gli investitori risultino tutti posti su un medesimo piano paritario, senza che percepiscano la necessità di evitare di agire direttamente in un mercato in cui i soggetti operano senza parità di armi.

Secondo quest'ordine di idee, è stato suggerito, anche in una prospettiva di riforma del diritto vigente, di riconsiderare il perimetro di estensione del principio paritario in relazione ai mutamenti occorsi nella tipologia di investitori che operano nei mercati e in ragione delle loro nuove strategie di investimento, elementi, questi, che evidenziano il carattere ormai anacronistico di una parità di trattamento informativo "ad ogni costo" ⁽⁵²⁾. Una simile modifica legislativa del diritto dei mercati finanziari, si da renderlo in minore

⁽⁵¹⁾ In linea con quanto affermato nel testo è stato scritto che «attualmente i piccoli investitori accedono direttamente al mercato azionario (e obbligazionario) in misura ridotta, preferendo, di regola, ricorrere ai servizi prestati dagli investitori professionali, ad esempio mediante l'acquisto di quote di fondi comuni di investimento». Così STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, I, 415 s., nonché STRAMPELLI, BALP, *Preserving Capital Markets Efficiency in the High-Frequency Trading Era*, in *University of Illinois Journal of Law, Technology & Policy*, 2018, 349. Pur sempre nel senso di una più ampia scomparsa dell'investitore *retail* dall'ambito dei soggetti che direttamente partecipano al mercato finanziario e agli scambi che ivi avvengono e quindi nel senso di una vieppiù marcata istituzionalizzazione del mercato finanziario, si v. nella letteratura giuridica internazionale GILSON, GORDON, *Agency Capitalism: Further Implications of Equity Intermediation*, in *ECGI Working Paper Series in Law*, n. 239, 2014, 6 ss.; ID., *The Rise of Agency Capitalism and the Role of Shareholder Activists in Making It Work*, in *Journal of Applied Corporate Governance*, 2019, 8 ss.; KATELOUZOU, MICHELER, *Investor Capitalism, Sustainable Investment and the Role of Tax Relief*, in *Eur. Bus. Org. L. Rev.*, 2022, 218 s., i quali scrivono che «in the 1960s investors were predominantly individuals, who were assisted by brokers and invested with a strategy that matched their individual preferences. Today investors are mostly nominee companies acting for funds. Since the mid-twentieth century financial service providers – defined broadly as encompassing investment companies, fund managers, pension funds, brokers, proxy advisors, ESG data providers, investment consultants etc. – have emerged that assist investors in managing and holding investments. This development coincided and was arguably facilitated by the growth in workplace and personal pensions»; DAVIDOFF, *Paradigm Shift: Federal Securities Regulation in the New Millennium*, in *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, 2008, 339 ss.; BEBCHUK, HIRST, *Index funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, cit., 2029 ss.; ROCK, *Institutional Investor in Corporate Governance*, cit., 363 ss.

⁽⁵²⁾ Ecco che «la pretesa di assicurare la parità di trattamento informativa di tutti gli investitori nell'attuale contesto rischia [...] di risolversi in una mera affermazione di principio senza alcuna reale portata e, soprattutto, di incidere negativamente sugli interessi dei soggetti che essa (in teoria) sarebbe destinata a proteggere e, segnatamente, dei piccoli investitori»: così STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, cit., 415 s., il quale ritiene inoltre significativo che molteplici negoziazioni siano poste in essere dagli *high frequency trader*, che non si basano sull'analisi della singola informativa, ma sulla rapidità delle negoziazioni effettuate per il tramite di appositi sistemi informatici estremamente sofisticati; dato che già rende evidente l'impossibilità di mantenere una totale parità informativa, che scontrerebbe comunque il problema del vantaggio tecnologico.

misura incentrato sul paradigma paritario degli investitori, avrebbe verosimilmente effetti positivi e non aumenterebbe la sfiducia dei “piccoli” azionisti.

Preso atto che il ruolo degli investitori al dettaglio è effettivamente recessivo nei mercati dei capitali europei, al fine di realizzare un suo rafforzamento è stato adottato il pacchetto sulla *retail investment strategy*, il quale si colloca nel più esteso ambito del piano d’azione dell’Unione dei mercati dei capitali 2020 ⁽⁵³⁾, ove è stato ribadito l’obiettivo di rendere l’Europa uno spazio maggiormente sicuro in cui le persone possano investire a lungo termine i risparmi ⁽⁵⁴⁾. Tali misure ambiscono a fare sì che i consumatori abbiano il potere di prendere decisioni di investimento al dettaglio che soddisfino le loro esigenze e preferenze, e quindi che siano equamente trattati e protetti; inoltre, esso intende diffondere la fiducia degli investitori al dettaglio nei mercati dei capitali e consentire di migliorare la redditività dei propri investimenti nella prospettiva della fuoriuscita di questi soggetti dal mondo lavorativo ⁽⁵⁵⁾.

⁽⁵³⁾ *Capital markets union 2020 action plan: A capital markets union for people and businesses*, disponibile su www.finance.ec.europa.eu.

⁽⁵⁴⁾ Volendo risalire alle origini di questo pacchetto, si deve evidenziare che già nel maggio 2021 era stata avviata una consultazione per affrontare in modo approfondito uno dei temi fondamentali per il mercato dei capitali. La Commissione europea si era rivolta al mercato per conoscere la visione degli operatori sul futuro degli investimenti al dettaglio, sul quadro normativo attuale e sulle proposte al vaglio della stessa per favorire un migliore e sempre più tutelato accesso dei risparmiatori ai prodotti finanziari. La consultazione aveva ad oggetto varie sezioni, contenenti domande finalizzate a verificare la capacità della disciplina vigente di incoraggiare e proteggere gli investitori *retail* nella loro attività di investimento e comprendere quali potessero essere le aree principali su cui intervenire. Le tematiche specifiche oggetto di consultazione erano l’alfabetizzazione finanziaria, la digitalizzazione, i requisiti in materia di trasparenza, la regolamentazione PRIIPs, la valutazione di adeguatezza e appropriatezza, la categorizzazione delle tipologie di investitore, gli incentivi e la qualità del servizio, la complessità dei prodotti finanziari, i rimedi e le tutele in caso di investimenti “sbagliati”, le limitazioni alla distribuzione e ai poteri delle Autorità, gli investimenti sostenibili. Si cfr. ASSOGESTIONI, *Investitori retail, la Commissione Ue interroga gli operatori sulle azioni per supportarli al meglio*, 15 giugno 2021, disponibile su www.assogestioni.it, nonché i contenuti della trascrizione del *podcast* GOLDMAN SACHS EXCHANGES, *Markets Update: The Rise of Retail Investing*, 6 febbraio 2021, disponibile su www.goldmansachs.com: «there has been a tremendous number of individuals opening brokerage accounts to trade individual stocks».

⁽⁵⁵⁾ Su tale pacchetto si v. EUROPEAN COMMISSION, *Questions and answers on the Retail Investment Package*, 24 maggio 2023, disponibile su www.ec.europa.eu, nonché i primi commenti, tra cui, MARANGIO, *Retail Investment Strategy, più tutela nel medio-lungo periodo dei risparmiatori europei*, in *NT+ Diritto. Il Sole 24 Ore*, 22 giugno 2023; *Retail Investment Strategy: le proposte adottate dalla Commissione UE*, in www.dirittobancario.it, 24 maggio 2023 (nota redazionale); ROCCO, *Retail investment package: norme UE per migliorare l’informativa e le tutele per i risparmiatori*, 7 giugno 2023, disponibile su www.ipsoa.it; *UE, nuove norme per tutelare investitori retail e stimolare partecipazione a mercati. McGuinness: “Europei sono buoni risparmiatori ma poco inclini a investire”*, in *La Stampa*, sez. Economia, 24 maggio 2023; FEDI, *Retail Investment Strategy, luce verde dalla Commissione europea*, 24 maggio 2023, disponibile su www.focusrisparmio.com; D. MOSCA, *Retail Investment Strategy, molto più dei soli “incentivi”*, *ivi*, 16 maggio 2023.

Per fare ciò l'Unione europea ha cercato di procedere a sistematizzare e aggiornare le norme vigenti poste a presidio degli investitori ⁽⁵⁶⁾, al fine di porre sempre gli interessi dei consumatori al centro degli investimenti al dettaglio e garantire un'identità di trattamento e tutele a prescindere dai prodotti di investimento, dai canali di *marketing* e distribuzione che essi decidono di utilizzare. Da questo discende che l'investitore al dettaglio dovrebbe sentirsi sicuro e quindi determinarsi a operare nel mercato finanziario senza avvalersi di intermediari.

Anche l'Unione europea ha infatti compreso che la partecipazione *retail* ai suoi mercati dei capitali è piuttosto esigua rispetto ad altre economie avanzate e questo *trend* è anzitutto dovuto alla scarsa fiducia che gli investitori al dettaglio ripongono negli stessi mercati ⁽⁵⁷⁾. È noto che il sistema economico italiano presenti il radicato problema per cui la più ampia parte della liquidità delle famiglie non è investita, ma si trova in giacenza sui depositi bancari che offrono un rendimento pressoché nullo. Il che evidenzia come un elevato numero di consumatori potrebbe avere perso l'opportunità di beneficiare dei rendimenti degli investimenti.

In questa direzione è senz'altro rilevante notare che il quadro di valutazione dei mercati di consumo ha generalmente classificato i servizi di investimento tra quelli nei quali i consumatori ripongono minore affidamento. Nello specifico, sulla consulenza in materia di investimenti, secondo un recente sondaggio ⁽⁵⁸⁾, quasi la metà dei consumatori intervistati non è sicuro che questa risponda a scelte di efficiente investimento ⁽⁵⁹⁾. Altri elementi che determinano una scarsa attitudine degli investitori *retail* a partecipare ai mercati dei capitali possono individuarsi nel *deficit* di mezzi finanziari, nelle preoccupazioni sui

⁽⁵⁶⁾ Tra le quali si ricorda che norme di questo tipo sono contenute in varie direttive e regolamenti di settore: basti pensare alla direttiva MiFID II (n. 2014/65/UE), alla direttiva UCITS V (n. 2009/65/UE sugli OICVM), alla direttiva AIFM (n. 2011/61/UE in materia di gestori di FIA), al regolamento PRIIPs (n. 1286/2014 sui prodotti di investimento al dettaglio e i prodotti assicurativi preassemblati), alla IDD (direttiva n. 2016/97/UE sulla distribuzione assicurativa) e Solvency II (direttiva n. 2009/138/UE in materia di accesso ed esercizio dell'attività di assicurazione, ivi incluse le regole sul patrimonio di solvibilità delle compagnie).

⁽⁵⁷⁾ Basti solo segnalare che nel 2021 circa il diciassette per cento dei risparmi delle famiglie dell'UE era detenuto in titoli finanziari (azioni quotate, obbligazioni, fondi comuni di investimento e derivati finanziari), ben al di sotto degli importi detenuti dalle famiglie statunitensi. Si v. nuovamente EUROPEAN COMMISSION, *Questions and answers on the Retail Investment Package*, cit.

⁽⁵⁸⁾ Nello specifico si è trattato del quarantacinque per cento dei consumatori. Il riferimento è alla *Indagine Eurobarometro che monitora il livello di alfabetizzazione finanziaria nell'UE*, 2023.

⁽⁵⁹⁾ Da considerare pure che gli investitori al dettaglio potrebbero non sempre ottenere l'offerta migliore, perché i prodotti e i servizi loro proposti sovente prevedono delle commissioni anche elevate che finiscono per penalizzare gli investimenti.

rischi e sull'incertezza dei rendimenti potenziali, nonché nella preferenza a investire i loro risparmi altrove ⁽⁶⁰⁾.

Questo limitato accesso al mercato dei capitali secondo la Commissione può essere dovuto anche alla difficoltà che gli investitori al dettaglio incontrano per ottenere informazioni sui prodotti di investimento pertinenti, comparabili e soprattutto per loro intelligibili; inoltre, anche le politiche di promozione commerciale, soprattutto attraverso nuovi canali tra cui i *social*, il più delle volte non aiutano gli investitori a compiere scelte di investimento consapevoli e allineate alle loro esigenze. A ciò si aggiunga che potrebbero anche esservi conflitti di interesse dovuti alla corresponsione di incentivi da parte dei produttori di prodotti finanziari ai distributori.

Per fronteggiare ciò il pacchetto di cui trattasi prevede un migliore settaggio della disciplina della divulgazione, al fine di rafforzare la trasparenza per gli investitori al dettaglio, modernizzare le informazioni, adattandole alla distribuzione digitale; introduce poi garanzie specifiche per affrontare le carenze sottese alle comunicazioni pubblicitarie, al fine di standardizzare le informazioni sui costi e sul rendimento dell'investimento, in modo da renderle più comprensibili, unitamente ad avvertenze obbligatorie di rischio. Queste modifiche mirate riguardano sia le singole informazioni agli investitori al dettaglio prima e dopo avere assunto una decisione di investimento, che le informazioni generali sul prodotto contenute nel *Key Information Document* ⁽⁶¹⁾. Importante pare anche e soprattutto l'introduzione di dichiarazioni annuali che espongono con chiarezza costi e risultati degli investimenti ⁽⁶²⁾.

⁽⁶⁰⁾ Si cfr. *Indagine Eurobarometro sui servizi e prodotti finanziari al dettaglio*, ottobre 2022, in base alla quale circa la metà degli intervistati ritiene di non disporre di mezzi sufficienti per investire.

⁽⁶¹⁾ Da considerare pure che il ruolo degli investitori *retail*, non presenta solo punti positivi, non essendo da escludere che possa talvolta arrecare problemi al mercato, basti pensare alla recente vicenda GameStop, ossia una società americana le cui azioni sono state oggetto di una serie di acquisti coordinati da parte di numerosi investitori al dettaglio con l'obiettivo di contrastare alcuni fondi *hedge* che avevano assunto posizioni corte sul titolo. Sul caso si possono leggere le riflessioni di GUACCERO, *Tra democrazia e populismo nel mercato finanziario: lezioni dal caso GameStop*, in *Riv. soc.*, 2023, 228 ss.; GUIDOTTI, ROSSI L.G., *GameStop: l'investimento retail e le meme stocks*, in *Dir. econ. impr.*, 2022, 710 ss.; VENTORUZZO, *GameStop: le regole in gioco*, 2 febbraio 2021, disponibile su www.lavoce.info; VALIANTE, *GameStop, storia di una tragedia annunciata*, 16 febbraio 2021, *ivi*.

⁽⁶²⁾ Più in dettaglio, la *retail investment strategy* comprende diverse misure finalizzate a: migliorare l'informativa sui prodotti e i servizi di investimento per gli investitori; aumentare la trasparenza e la comparabilità dei costi, con obbligo di presentazioni e terminologie uniformi; migliorare l'informativa periodica annuale sul rendimento degli investimenti; contrastare i potenziali conflitti di interesse nella distribuzione dei prodotti di investimento, vietando gli incentivi nel caso di servizi in esecuzione (cioè senza che vi sia stata prima attività di consulenza) e garantendo il perseguimento dell'interesse dei clienti in caso di consulenza finanziaria; proteggere gli investitori contro il *marketing* decettivo; imporre *standard* professionali elevati per i consulenti finanziari; favorire decisioni consapevoli; ridurre i costi e favorire l'accessibilità di

Alla luce di quanto rilevato, pare che il pacchetto europeo per la tutela degli investitori *retail* si occupi quasi esclusivamente della fase pre-investimento e non di quella di monitoraggio sugli amministratori *post* acquisto delle azioni, considerato che in sostanza tratta in prevalenza di informazioni relative ai prodotti finanziari, per incentivare un investimento più sicuro, ma non si prendono specificamente in considerazione le informazioni che tali soggetti al dettaglio possono avere sull'andamento della gestione societaria una volta che hanno effettuato l'investimento, al fine di svolgere un attivo controllo sull'attività dei gestori: si fa al limite riferimento a dichiarazioni annuali che espongono chiarimenti circa i risultati degli investimenti, e quindi a relazioni finanziarie semplificate e maggiormente comparabili, ma in realtà nulla di più. Ai nostri fini però interessano le informazioni che, a investimento effettuato, consentono di controllare l'andamento della società di cui si detengono azioni.

All'interno di questo quadro di misure per favorire gli investitori *retail*, si può considerare che l'Unione europea li ritiene importanti e quindi ci si può verosimilmente attendere che negli anni a venire vi sia un significativo incremento degli investimenti diretti, come del resto già sta avvenendo nel contesto statunitense in cui nel 2020 è stato aperto un elevato numero di nuovi conti di intermediazione⁽⁶³⁾. Ecco che, a fronte di questo mutato quadro, si pone con più forza anche il problema dell'informazione asimmetrica nei confronti di tali attori dei mercati dei capitali. Già la letteratura internazionale⁽⁶⁴⁾ ha suggerito di sfruttare il potere collettivo delle nuove generazioni di investitori al dettaglio, ossia *Millennials* e *GenZ'ers*, generazioni particolarmente vicine al mondo digitale e che

prodotti e servizi per gli investitori *retail* sofisticati; rafforzare la cooperazione in materia di vigilanza. Si v. Retail Investment Strategy: *le proposte adottate dalla Commissione UE*, 24 maggio 2023, disponibile su www.dirittobancario.it.

⁽⁶³⁾ Si cfr. MCCABE, *New Army of Individual Investors Flexes Its Muscle*, in *Wall Street Journal*, 30 dicembre 2020. Non a caso si è parlato di «the year of the retail investor»: PRIMACK, KOKALITCHEVA, *Robinhood IPO brings meme stock icon into the Wall Street fold*, in *AXIOS*, 29 luglio 2021. Questo effetto dovrebbe probabilmente ascrivere all'utilizzo di applicazioni *smart* di *trading* senza commissioni, le quali hanno abbattuto le barriere all'ingresso in favore di individui che in precedenza evitavano gli investimenti diretti.

⁽⁶⁴⁾ Si v. GRAMITTO RICCI, SAUTTER, *Harnessing the Collective Power of Retail Investors*, in *A Research Agenda for Corporate Law*, a cura di Bruner e Moore, Cheltenham, Elgar, 2023, 207 ss.; ID., *Corporate Governance Gaming: The Collective Power of Retail Investors*, in *Nevada Law Journal*, 2021, 76 ss., secondo cui «Retail investors are the Trojan Horse that brings diversity into corporate governance. They can bridge the gap between society and the corporate sector, making human beings the arbiters of competing considerations of financial performance, environmental protection and social justice». È stato persino proposto di utilizzare le piattaforme *social* quali strumenti di governo societario: SAUTTER, *Corporate Governance Through Social Media*, in *SMU Dedman School of Law Legal Studies Research Paper*, n. 641, 1 ss., disponibile su www.ssrn.com; ANG, HSU, TANG, WU, *The Role of Social Media in Corporate Governance*, in *Accounting Review*, 2021, 1 ss.

non hanno problemi nel riunirsi *online*. Questi potrebbero in certa misura far mutare i paradigmi della *governance* societaria e consentire un diritto di voto informato e diretto, non più per delega, da parte della base sociale ⁽⁶⁵⁾.

Sulla scorta di considerazioni già avanzate ⁽⁶⁶⁾, sembra chiaro che non si possa considerare solo il contesto assembleare ⁽⁶⁷⁾ e che a venire in rilievo sia anche quello extrassembleare. In particolare, per quanto riguarda la *selective disclosure* si potrebbe ipotizzare una forma di *engagement* collettivo, magari pensando a un rappresentante comune degli investitori *retail* (sempre nell'ottica di subordinare l'iniziativa al raggiungimento di una certa quota di capitale sociale), il quale si relazioni con l'organo gestorio. Oltre a ciò, potrebbero trovare spazio anche forum o altre iniziative aperte agli investitori *uti singuli*, naturalmente senza un contatto diretto con gli amministratori, ma con funzioni parallele, quali quelle di *investor relations*.

3. Le molteplici situazioni giuridiche soggettive sottese all'informazione: sistematizzazione della tipologia di socio rispetto ai flussi informativi.

Si deve ora richiamare e meglio spiegare la scelta di intitolare il presente studio al controllo dei soci, evitando così di fissare quest'ultimo su una specifica situazione

⁽⁶⁵⁾ Questo tipo di *governance* disintermediata dovrebbe consentire anche agli azionisti minori di esercitare pressioni sulle questioni che loro percepiscono più importanti (ad esempio quelle climatiche, e si v. *Deloitte Global GenZ and Millennial Survey 2023*, disponibile su www2.deloitte.com, da cui emerge che il sessantatré per cento della *GenZ* e il sessantaquattro per cento dei *Millennial* in Italia è preoccupato per il cambiamento climatico), portando queste ultime direttamente nel processo decisionale della società. Si cfr. i riferimenti di cui alla nt. precedente, e si consideri però che invero viene difficile pensare che gli investitori *retail* sappiano esprimere informate conoscenze su temi complessi e tecnici quali il cambiamento climatico. Evidenzia analoghe perplessità anche S.P. ROSSI, *La lettera annuale di Larry Fink del 15 marzo 2023: sostenibilità e scelta del cliente*, in *Riv. soc.*, 2023, 268: «è il cliente che sceglie, in ragione delle proprie preferenze, se includere, nei suoi piani di risparmio, investimenti che favoriscano – in diverse misure, forme e modalità – la sostenibilità. Tralasciando la questione rispetto all'effettiva possibilità che un cliente finale, in particolare qualora si tratti di un investitore *retail*, sia in grado di valutare adeguatamente (sulla base di un questionario) le proprie preferenze in materia di sostenibilità, rimettere a quest'ultimo ogni scelta circa la sostenibilità dell'investimento consente a Larry Fink di affermare che la società di gestione che amministra non riveste alcun ruolo nella progressione del processo di decarbonizzazione».

⁽⁶⁶⁾ *Supra*, capp. 1 e 2.

⁽⁶⁷⁾ In questo senso è stato scritto che «rather than waiting until the weeks leading up to a shareholder vote to engage with their retail shareholders, corporations could engage with their shareholders year-round. A year-round engagement strategy would be more effective if corporations knew the demographics and characteristics of their retail shareholders. This presupposes that a corporation can identify its shareholders. However, most shareholders are not registered directly on a company's books and instead hold their shares through a broker or bank intermediary»: GRAMITTO RICCI, SAUTTER, *Harnessing the Collective Power of Retail Investors*, cit., 222 s.

giuridica soggettiva, che avrebbe reso impossibile cogliere il fenomeno nelle sue molteplici dimensioni.

In parte anticipando le conclusioni cui si giungerà, è necessario rilevare che la prospettiva di ricerca non possa essere una soltanto, come del resto emerge dalla già dimostrata assenza di un *diritto* di informazione dell'azionista che risulti generale dal punto di vista soggettivo e oggettivo ⁽⁶⁸⁾, il che già di per sé spiega come non si possa parlare indistintamente di diritti di controllo nella società per azioni. Con ciò si vuole significare che risulti importante da un lato indagare se ed entro quali limiti sia configurabile una *facoltà* per i gestori di avviare tali flussi informativi, ma, dall'altro lato appare parimenti rilevante sottolineare che questo piano dell'*opportunità* non possa almeno *a priori*, e quindi senza una previa e analitica verifica, esaurire ulteriori spazi di ricerca per quanto riguarda l'esistenza di *diritti* selettivi di informazione, anche intesi in senso passivo, vale a dire non sollecitati ⁽⁶⁹⁾.

Quanto da ultimo rilevato rende necessario domandarsi se accanto a quei diritti aventi ad oggetto l'informazione che si è visto essere indirizzata agli azionisti e più in generale al mercato ⁽⁷⁰⁾ possa esservi la possibilità di configurarne altri che quanto alla genesi siano uguali (ossia non sollecitati e originati invece da un previo dovere gestorio), ma che vengano questa volta riconosciuti *selettivamente* a favore soltanto di alcuni soci. Il che ha pur sempre rilevanza, considerato che non si sta qui trattando in via esclusiva di un controllo in senso strettamente proprio, al quale del resto neppure potrebbero a rigore fare capo le facoltà di cui si è detto.

Tale ipotetica distinzione basata sulle situazioni giuridiche soggettive avrà senso solamente ove sia posta a "sistema" con altre due "variabili" delle quali ci si è sopra occupati, vale a dire le tipologie di azionisti che possono venire in rilievo ⁽⁷¹⁾ e l'oggetto dei flussi informativi che vi si riconnettono. Come si comprende le variabili del sistema sono

⁽⁶⁸⁾ *Supra*, cap. 2, §§ 3 e 4.

⁽⁶⁹⁾ Per la generale impostazione volta a «escludere che l'ordinamento collochi [gli azionisti, n.d.R.] in posizione sovraordinata rispetto ai terzi» e «che ad essi sia attribuito un diritto specifico di poter conoscere, su richiesta, ciò che si verifica nella sfera di attività della società che non sia (o non sia stato) ancora oggetto di comunicazione al pubblico», si v. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, 32-36; nonché GIANNELLI, MOSCA, *Flussi informativi tra amministratori e soci nella società quotata, tra ambiguità ed esigenze di disciplina*, 2012, 5 s., disponibile su www.orizzontideldirittocommerciale.it.

⁽⁷⁰⁾ Nell'ambito di tali diritti, secondo certe interpretazioni, potrebbero farsi rientrare anche quelli all'informativa assembleare e preassembleare.

⁽⁷¹⁾ Ossia essenzialmente l'azionista di controllo e quelli rilevanti (*supra*, in questo capitolo, sez. 1, §§ 2-2.2).

quindi tre, nel senso che a ogni tipologia di socio potrebbe non corrispondere (la qual cosa deve essere comunque tutta verificata) sempre la medesima situazione giuridica soggettiva al variare dell'oggetto ossia della materia del controllo e quindi dell'informazione. In altri termini, si tratta di studiare le relazioni funzionali di causa ed effetto che interagiscono tra le dette variabili per assolvere il controllo in esame.

Alla stregua di tutto quanto premesso si delinea un primo ambito di studio in cui è necessario sistematizzare la tipologia di socio, ossia quello/i di maggioranza o comunque quelli rilevanti con l'informazione avente ad oggetto le materie assembleari (quali ad esempio le operazioni straordinarie) o assimilate, cui, come si cercherà di dimostrare, nell'ambito delle s.p.a. quotate, si riconetterà la posizione giuridica soggettiva del *diritto* di informazione in senso passivo e correlativamente del *dovere* gestorio.

Un secondo ambito di analisi sarà poi volto, al netto delle ipotesi appena citate, a verificare se sia possibile ricostruire, sempre in riferimento ai detti soci, un dovere degli amministratori, oppure, in via gradata, una legittima *facoltà* degli stessi di trasmettere loro selettivamente dati e notizie sulla *governance*, sugli indirizzi strategici e soprattutto quali eventualmente siano in concreto i contenuti, le tempistiche (ossia i momenti in cui può essere fornita tale informativa) e quindi i limiti.

In relazione a entrambi gli ambiti individuati risulterà necessario valutare la compatibilità o la possibile frizione con la normativa anche sovranazionale e interna in tema di informazioni privilegiate e quindi di abusi di mercato, mentre i rapporti con il principio della parità di trattamento saranno oggetto di analisi limitatamente alle compagnie societarie "chiuse", sulla base di argomentazioni di cui si darà conto.

Sezione Seconda
L'INFORMAZIONE SELETTIVA E PREVENTIVA
SULLE MATERIE ASSEMBLEARI COME DOVERE GESTORIO

1. *Premessa sull'informazione selettiva e preventiva verso gli azionisti di maggioranza in ordine alle materie assembleari.*

Il primo ambito di indagine riguarda le informazioni societarie relative alle materie di competenza assembleare. La scelta di scansione espositiva dell'analisi volta a trattare in un'apposita e preliminare sezione delle operazioni straordinarie che necessitano dell'obbligatorio passaggio assembleare, rispetto a tutta l'ulteriore casistica che si può presentare ⁽¹⁾, si spiega in ragione della particolarità dell'oggetto di tali flussi, che impone di impiegare uno schema logico per ampia parte assai diverso rispetto a quello che si adotterà per le altre ipotesi.

Del resto, anche in termini quantitativi l'oggetto prevalente del dialogo selettivo tra socio e società pare riguardare la dimensione assembleare, in quanto la comunicazione di informazioni trova la sua giustificazione proprio nella necessità di sottoporre al preventivo vaglio del socio o dei soci di controllo un'operazione straordinaria che richiederà successivamente l'approvazione dell'assemblea ⁽²⁾. In questo ambito, anche la dottrina internazionale che, molto rigorosamente applica la parità di trattamento propria dell'ordinamento dei mercati finanziari, finisce per ritenere legittima una deroga a questo principio quando si tratta della fase terminale del procedimento di strutturazione di un'operazione straordinaria verso la quale il socio di maggioranza potrebbe frapporre ostacoli, mediante l'opposizione di un "veto" assembleare ⁽³⁾.

La questione, che anzitutto deve essere affrontata con riferimento prevalente alle società quotate, risiede nel comprendere se sia configurabile un *diritto* del socio di controllo ovvero di quelli di maggioranza, oppure, ancora, di quelli di minoranza ma rilevanti di essere informati, o meglio si dovrebbe dire "sondati", in riferimento alla loro disponibilità a votare favorevolmente alle operazioni di specifica competenza, affinché quanto

⁽¹⁾ Su cui si rinvia *infra*, cap. 3, sez. 3.

⁽²⁾ Si v. MAUGERI, *Gruppi di società e informazioni privilegiate*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 908.

⁽³⁾ Si cfr. BÖCKLI, BÜHLER, *Vorabinformation an Grossaktionäre: Möglichkeiten und Grenzen nach Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht*, in *SZW/RSDA*, 2005, 111 s.

proposto dall'organo amministrativo non vada incontro a un insuccesso ⁽⁴⁾; è altresì necessario comprendere se diversamente tale verifica debba essere collocata solamente su un piano di mera *opportunità/facoltà* oppure se un simile flusso informativo risulti dall'ordinamento globalmente precluso.

2. I sondaggi di mercato come qualificazione della fattispecie più prossima al dato normativo.

Seguendo un ordine di preliminarità logica, si precisa che deve essere immediatamente esclusa l'ipotesi della radicale illegittimità di un simile vaglio selettivo di fattibilità di un'operazione per cui sia richiesta l'approvazione in assemblea, atteso che questa fattispecie pare quantomeno rientrare perfettamente nella disciplina dei sondaggi di mercato tipizzata dall'art. 11 reg. MAR ⁽⁵⁾ e quindi costituisce un'esenzione rispetto all'applicabilità della restante disciplina delle informazioni privilegiate e degli abusi di mercato. Il che assorbe e rende di per sé irrilevanti anche possibili frizioni rispetto al principio di parità di trattamento di cui all'art. 92 t.u.f. ⁽⁶⁾, posto che già a livello regolamentare si è valutato legittimo bilanciare in tal modo i differenti interessi coinvolti; resta però aperto il problema della parità informativa nel diritto azionario comune, per fornire soluzione al

⁽⁴⁾ Si tratta dell'ipotesi in cui la struttura proprietaria della compagine societaria non risulti estremamente concentrata e così al fine del raggiungimento della maggioranza del capitale sociale sia necessario anche il voto favorevole degli investitori istituzionali. La fattispecie solleva anche un'ulteriore questione relativa alla necessità di coinvolgere tutti gli investitori istituzionali oppure soltanto quelli che siano espressione di una quota di capitale sociale più elevata e quindi consentano di raggiungere il detto *quorum*, sempreché si esprimano favorevolmente rispetto all'operazione. La prima alternativa pare porsi maggiormente in ossequio al principio della parità di trattamento degli azionisti che si trovano in identiche condizioni ed evita, nel caso in cui gli investitori professionali più rilevanti non si esprimano in senso affermativo, di dover estendere il sondaggio in un secondo momento anche agli altri investitori comunque significativi ai detti fini, con un allungamento notevole dei tempi prima di poter procedere, se del caso, alla convocazione assembleare. Svolge considerazioni rivolte alla scelta dell'investitore istituzionale, seppure non in relazione alla quota di capitale sociale sottoscritta bensì alla prospettiva di investimento (*long term* oppure *short term*), STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, I, 417, testo e nt. 60.

⁽⁵⁾ Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014 relativo agli abusi di mercato. Almeno inizialmente si deve vagliare la sussumibilità di questa fattispecie nell'ambito di quella astratta più specifica e calzante rispetto al caso concreto, in quanto qualora questa verifica abbia esito positivo si avrà già una soluzione affermativa. Ciò si svolge nel rispetto del generale principio *lex specialis derogat generali*, applicabile anche a disposizioni di un medesimo regolamento quando si pongono in rapporto di *genus ad speciem*. Una volta effettuato il detto vaglio nulla sembra precludere che a una soluzione affermativa si possa giungere anche applicando la normativa generale di cui al reg. MAR (il problema è affrontato *infra*, in questa sezione, § 3).

⁽⁶⁾ Per approfondimenti sulla dimensione multi-ordinamentale del principio paritario, si rimanda *supra*, cap. 2, § 6.

quale occorrerebbe misurarsi con l'interesse sociale, ma in questo particolare caso, come si spiegherà nel prosieguo ⁽⁷⁾, il ragionamento dovrà considerare in più larga istanza il dovere degli amministratori di non arrecare danni alla compagine sociale.

2.1. Identificazione del campo di operatività e analisi della disciplina.

Al fine di dimostrare quanto appena rilevato, non è necessario indugiare a lungo sull'istituto del *market sounding* ⁽⁸⁾, essendo sufficiente ricordare che esso comprende tutti quei flussi informativi bilaterali tra emittenti e azionisti finalizzati a verificare preventivamente l'interesse di questi ultimi in riferimento a specifiche operazioni ⁽⁹⁾, tra le quali possono naturalmente farsi rientrare anche quelle di competenza dell'assemblea in sede straordinaria, come ad esempio aumenti del capitale sociale, piuttosto che fusioni e scissioni, nonché emissioni di *convertible bonds* ⁽¹⁰⁾. A questo ambito di operazioni dovrebbero ragionevolmente aggiungersi, stante l'assimilabilità *quoad effectum*, pure quelle che, seppure di competenza dei gestori, abbisognano dell'autorizzazione dei soci tanto nel caso in cui questa sia espressamente richiesta dalla legge quanto in quello ove la previsione del nulla osta abbia fonte statutaria, ai sensi dell'art. 2364, comma 1, n. 5, c.c. ⁽¹¹⁾.

Si tratta di una procedura consistente in una sorta di vaglio di fattibilità che *ex se* consente di comunicare informazioni privilegiate senza incorrere in alcun illecito, sussistendo una presunzione *iuris tantum* che la comunicazione avvenga «durante il normale esercizio di un'occupazione, una professione o una funzione» ⁽¹²⁾. Non occorre dunque,

⁽⁷⁾ *Infra*, in questa sezione, § 4.

⁽⁸⁾ Si v. per una sua prima analisi LOMBARDO, *I sondaggi di mercato: prime riflessioni*, in *Società*, 2016, 159 ss.; BASILE, BOCCHINO, *I sondaggi di mercato nella disciplina MAR*, 2017, disponibile su www.dirittobancario.it; REISBERG, *Article 11: Market soundings*, in *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide*, a cura di Ventrone e Mock, Oxford, OUP, 2017, 306; F.M. MUCCIARELLI, LOMBARDO, *Market Soundings: The Interaction between Securities Regulation and Company Law in the United Kingdom and Italy*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2019, 310-348.

⁽⁹⁾ Il sondaggio di mercato viene definito dal cit. art. 11 reg. MAR come «la comunicazione di informazioni, anteriormente all'annuncio di una 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, a uno o più investitori potenziali da parte di [...] un emittente [...]».

⁽¹⁰⁾ Ai fini di questa parte dell'indagine è necessario limitarsi per ora a tali operazioni, pur ricordando che possono esservene altre che, malgrado non siano direttamente di competenza dell'assemblea dei soci e quindi subordinate al suo *placet*, possono farsi rientrare comunque nell'ambito dell'art. 11 reg. MAR.

⁽¹¹⁾ Quali ad esempio l'acquisto di partecipazioni che comportino la responsabilità illimitata per la società *ex art. 2361, comma 2, c.c.*, l'acquisto di azioni proprie *ex art. 2357, comma 2, c.c.*, gli acquisti potenzialmente pericolosi di cui all'art. 2343-*bis* c.c. e così via. *Supra*, cap. 1, § 4.

⁽¹²⁾ Così l'art. 11, par. 4, reg. MAR, che richiama l'art. 10, par. 1.

almeno per il momento ⁽¹³⁾, interrogarsi circa l'esatta portata di quest'ultima e abbastanza infelice locuzione, atteso che il puntuale rispetto della procedura *de qua* determinerà automaticamente la liceità della condotta.

Per ottenere la deroga di cui all'art. 11 reg. MAR e affinché la comunicazione di informazioni privilegiate venga attratta nell'orbita della liceità, occorre seguire la dettagliata e stringente procedura volta, in estrema sintesi, a verificare *ex ante* se la comunicazione abbia ad oggetto informazioni privilegiate (atteso che, è bene specificarlo, l'istituto di cui trattasi potrebbe anche trovare impiego in relazione a informazioni che detta natura non abbiano), unitamente all'ottenimento del consenso del destinatario del sondaggio a ricevere siffatte informazioni, anche noto come *wall crossing*, e all'avvertimento diretto a questi che è fatto divieto di utilizzare tali informazioni, o comunque tentare di utilizzarle ai fini della negoziazione, in qualsivoglia forma ⁽¹⁴⁾, di strumenti finanziari cui si riferiscono tali obbligazioni; a ciò si accompagnerà infine, sempre in capo al ricevente, un obbligo di riservatezza sulle informazioni interessate.

Accanto a tale disciplina di ordine più generale è possibile rinvenire anche un'applicazione della stessa nell'allegato 3A del Regolamento Emittenti ⁽¹⁵⁾ in riferimento ad alcune delle operazioni paradigmatiche cui si è fatto sopra cenno esemplificativamente, ossia l'aumento di capitale sociale e l'emissione di un prestito obbligazionario convertibile: si richiede di inserire nella «relazione illustrativa dell'organo amministrativo per l'assemblea straordinaria chiamata a deliberare operazioni di modifica del capitale sociale e/o di emissione di obbligazioni» l'indicazione degli «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». Si tratta semplicemente di una descrizione priva di una disciplina specifica, la quale dovrà quindi rinvenirsi in quella generale di cui si è trattato poco sopra.

Deve essere inoltre precisato che i sondaggi di mercato, per come sono stati concepiti nell'art. 11 reg. MAR, salvo le considerazioni che si svolgeranno innanzi ⁽¹⁶⁾, non generano un *diritto* di certi azionisti all'informazione, ma solo una *facoltà* degli amministratori, trattandosi di una deroga espressa al principio di *equal information*.

⁽¹³⁾ Lo si dovrà fare *infra*, cap. 3, sez. 3, § 8.

⁽¹⁴⁾ Ossia, richiamando la norma, «per conto proprio o per conto di terzi, direttamente o indirettamente».

⁽¹⁵⁾ Trattasi del reg. Consob adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999.

⁽¹⁶⁾ Si v. la nt. precedente.

2.2. I profili di complessità dovuti al carattere ab origine non privilegiato dell'informazione.

La verifica circa la riconducibilità delle operazioni straordinarie di competenza dell'assemblea dei soci nell'ambito della disciplina dei sondaggi di mercato è avvenuta dando a monte per presupposto che tale passaggio si rendesse obbligato attesa la natura privilegiata dell'informazione, da intendersi quale capacità della stessa di impattare sui prezzi degli strumenti finanziari dell'emittente ⁽¹⁷⁾ in maniera significativa ove diffusa.

Le cose in realtà potrebbero stare diversamente, se si considera che in casi come quelli in cui l'operazione si snoda in un *iter* complesso che parte dagli amministratori e giunge infine all'approvazione dell'assemblea con varie tappe intermedie non sarebbe forse fuori luogo sostenere che al momento della comunicazione dagli amministratori al socio di controllo o assimilati l'informazione non presenti ancora le caratteristiche summenzionate e che quindi non si versi, in ogni caso, in una comunicazione illecita di informazioni privilegiate, proprio perché di quest'ultima fattispecie mancherebbe l'oggetto. È da chiarire però che pure ove l'informazione non possa dirsi privilegiata la legittimità almeno della comunicazione si avrebbe anche senza utilizzare la procedura di cui sopra, con la necessità però della tempestiva diffusione della notizia al mercato nel momento in cui questa, a seguito dell'eventuale *placet* del socio di controllo, diventerà *material*, salva la possibilità di evitare ciò con la stipulazione di obblighi di riservatezza di matrice contrattuale.

Il detto problema dell'informazione che diventa in divenire privilegiata (c.d. processi prolungati) e quindi dell'esatta individuazione del *tempus* in cui il flusso informativo assuma il carattere dell'art. 7 reg. MAR, ai fini di rispettare l'obbligo di immediata *public disclosure* ex art. 17 reg. MAR, non si porrebbe invece ove si restasse nell'ambito della procedura dei sondaggi di mercato, posto che ivi tale obbligo comunque non si applicherebbe stante il par. 8 della citata disposizione, che impone anche nell'ipotesi in cui si rientri nell'esenzione ex art. 10, par. 1, reg. MAR (la quale riguarda esclusivamente la comunicazione di informazioni privilegiate a terzi selettivamente individuati) ⁽¹⁸⁾ «di

⁽¹⁷⁾ Il riferimento è all'art. 7, par. 1, lett. a), reg. MAR, il quale estende la nozione anche ai mutamenti dei prezzi di strumenti finanziari derivati collegati. Per un approfondimento sul punto si rinvia, anche per ampi riferimenti bibliografici, a LOMBARDO, *L'informazione privilegiata*, in *Società*, 2016, 147 ss.

⁽¹⁸⁾ Il sistema è infatti connotato da una differente nozione di informazione privilegiata ai fini di valutare la comunicazione illecita (art. 10 reg. MAR), nonché per la determinazione dell'insorgere del tempestivo obbligo di diffusione al mercato della detta informazione (art. 17 reg. MAR). Per una critica di tale

dare integrale ed effettiva comunicazione al pubblico di tale informazione [...]», eccettuato il caso in cui «la persona che riceve le informazioni è tenuta ad un obbligo di riservatezza, indipendentemente dal fatto che tale obbligo sia di natura legislativa, regolamentare, statutaria o contrattuale». E nel caso che qui rileva, ossia i sondaggi di mercato, si tratta di un obbligo di matrice regolamentare, il quale cioè riposa sul già citato art. 11, par. 5, lett. *d* ⁽¹⁹⁾.

Ci si potrebbe altresì domandare se la circostanza per la quale *ab origine* l'informazione non rivesta carattere privilegiato (*i.e.* al tempo della comunicazione dall'emittente ai soci sondati) sia idonea, pur sempre nell'ambito della procedura del *market sounding*, a esonerare dall'applicazione del par. 5 dell'art. 11 reg. MAR, ossia dall'obbligo di riservatezza regolamentare e dal divieto di negoziazione. La soluzione sembra essere di segno negativo, anche considerato il detto par. 7 per cui «in deroga alle disposizioni del presente articolo, la persona che riceve il sondaggio di mercato valuta autonomamente se è in possesso di informazioni privilegiate o quando cessa di essere in possesso di informazioni privilegiate»; si vuole cioè significare che ove si resti dentro all'opzione tipizzata del sondaggio di mercato il divieto di negoziazione, così come l'obbligo di riservatezza resterebbero fermi. Del resto, soluzioni differenti agevolerebbero letture elusive e pericolose della disciplina dei sondaggi di mercato, ponendo anche mente al fatto che è proprio

scelta normativa, nonché per approfondimenti sul punto e una proposta nella prospettiva di riforma si v., per ogni altro, DI NOIA, GARGANTINI, *Corporate Governance e comunicazione di informazioni privilegiate*, in *Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, a cura di Tombari, Torino, Giappichelli, 2018, 13-17.

⁽¹⁹⁾ In senso conforme alla lettura di cui al testo si cfr. BASILE, BOCCHINO, *I sondaggi di mercato nella disciplina MAR*, 3 s. Di avviso differente, seppure ad altro fine (ossia quello di verificare la configurabilità dell'*insider* di sé stesso in tale ambito), sembra essere, se si è ben inteso il suo pensiero, LOMBARDO, *I sondaggi di mercato: prime riflessioni*, cit., 162-167, il quale lascia intendere che nell'ambito del sondaggio di mercato sussista comunque l'obbligo di tempestiva comunicazione al pubblico (*ex art. 17, par. 1, reg. MAR*) nel momento in cui l'informazione assuma carattere privilegiato, tanto è vero che egli tratta dell'applicazione della specifica ed eventuale disciplina del ritardo e non pare considerare l'eccezione di cui al par. 8 dell'art. 17 reg. MAR, applicabile anche all'istituto dei sondaggi (che determina l'insorgere di un obbligo di riservatezza regolamentare). Il cit. a. tuttavia prendendo quale riferimento il caso di un sondaggio relativo a un aumento di capitale sociale scrive che: «dando qui per scontata la caratteristica della *price sensitivity* dell'operazione, si nota che l'emittente avrà un obbligo di comunicazione dell'aumento di capitale (*inside corporate information*, *ex art. 17, par. 1, Reg.*), solo quando è ragionevolmente certo dell'effettiva precisione dell'informazione *corporate* relativa all'aumento di capitale (a meno che la ritardi) poiché a suo avviso tutti i passaggi della fattispecie a formazione progressiva (o un loro *step* rilevante) convergono nel risultato. Il possibile problema in questo contesto è che nel mentre (ossia nel periodo fra creazione dell'informazione privilegiata e comunicazione al pubblico) gli azionisti sondati (anche senza che in questo caso vi sia stata la trasmissione di informazioni privilegiate) singolarmente o "in cartello" tra di loro potrebbero aver già operato sul mercato compiendo gli illeciti vietati dalla disciplina, perché partecipanti alla creazione della decisione dell'aumento di capitale e detentori della relativa informazione privilegiata».

il meccanismo del *market sounding* a determinare che nella gran parte dei casi si abbia la trasformazione di un'informazione rilevante in privilegiata ⁽²⁰⁾.

Da tutto quanto appena precisato si trae un'ulteriore conferma che nel caso dei sondaggi di mercato si configuri in automatico un obbligo di riservatezza cui consegue anche il divieto di negoziazione dei titoli, il quale ultimo se non crea particolari problemi per il socio di controllo, che non è solitamente interessato a operare sulle proprie azioni, risulta invece, come già anticipato, non conveniente per gli investitori istituzionali per i quali una simile preclusione è particolarmente gravosa, con la conseguenza che questi potrebbero non avere interesse a partecipare alla detta procedura ⁽²¹⁾.

3. Sull'utilizzo di una procedura atipica e deformalizzata rispetto all'art. 11 reg. MAR.

Vi è pure un ulteriore e complementare profilo cui merita per completezza fare un accenno, ossia se in tali casi sia sempre necessario per gli amministratori, ove scelgano

⁽²⁰⁾ Pare, pertanto, che ove si resti all'interno dell'istituto tipico dei sondaggi di mercato, l'obbligo di riservatezza e il divieto di negoziazione debbano avere necessaria applicazione. In analogo senso si legge in F. MUCCIARELLI, voce «Abuso di mercato», in *Il libro dell'anno 2019*, Roma, Treccani, 2019: «L'art. 11 MAR detta precise e tassative prescrizioni procedurali, il cui adempimento determina una presunzione di legittimità della condotta, che si considera realizzata dagli autori del sondaggio e della comunicazione nel normale esercizio di un'occupazione, di una professione o di una funzione» (corsivo aggiunto).

Infine, quanto al rapporto corrente tra art. 11 reg. MAR e istituto del ritardo rispetto alla *general disclosure* (art. 17, par. 4, reg. MAR) pare che esso possa trovare una sufficientemente piana soluzione nell'art. 17, par. 8, reg. MAR che fa riferimento all'obbligo di riservatezza di fonte anche regolamentare. In argomento si v. la ricostruzione effettuata da F.M. MUCCIARELLI, LOMBARDO, *Market Soundings: The Interaction between Securities Regulation and Company Law in the United Kingdom and Italy*, cit., 323 ss.

⁽²¹⁾ Si cfr. MONTALENTI, *L'informazione nei gruppi societari*, in Id., *La società per azioni. Tradizione, attualità e prospettive*, Milano, Giuffrè, 2007, 312 ss.; nonché MONTALENTI, «Disclosure» e riservatezza nei mercati finanziari: problemi aperti, in *Analisi giur. econ.*, 2013, 251. Nei casi in cui si intenda vagliare la posizione dei soci prima che le operazioni vengano compiute, il problema dell'obbligo di riservatezza e delle sue conseguenze sulla negoziazione delle azioni potrebbe probabilmente essere superato, non utilizzando però la procedura dei sondaggi di mercato e invocando più in generale l'art. 10 reg. MAR (*infra*, in questa sezione, § 3). Si deve verificare se sia possibile adottare una procedura di comunicazione delle dette informazioni che non segua tutte le formalità dei sondaggi di mercato, atteso che, come sopra spiegato, l'informazione alla quale si fa riferimento è inevitabilmente a formazione progressiva e quindi nel momento in cui viene comunicata ai detti soci non può dirsi ragionevolmente concretizzabile e quindi non ha carattere privilegiato, dopodiché lo assume soltanto nel momento in cui interviene il consenso degli azionisti alla realizzazione dell'operazione che determinerebbe anche il contestuale e tempestivo obbligo di comunicazione al mercato *ex art. 17 reg. MAR*, che però, una volta che l'operazione si dovrà realizzare, non dovrebbe creare problemi fondamentali, essendo stata comunque assolta la funzione di "sondare" la posizione degli azionisti, senza con ciò violare il divieto di comunicazione selettiva ai terzi di informazioni privilegiate *ex art. 10 reg. MAR*. È chiaro che nel caso in cui questi ultimi siano contrari all'operazione il mercato non ne verrà a conoscenza, proprio perché il veto ha appunto impedito definitivamente all'informazione trasmessa di acquisire carattere privilegiato, non potendosi configurare informazioni privilegiate di segno negativo, di talché non sussisterà alcun obbligo di *general disclosure*.

di effettuare tale *selective disclosure* ⁽²²⁾, adottare la procedura specifica dei sondaggi di mercato ovvero sia consentito, secondo la loro discrezionalità, impiegare una procedura maggiormente deformalizzata, ma comunque ossequiosa della disciplina di cui agli artt. 7 ss. reg. MAR ⁽²³⁾. Questa via rappresenterebbe un profilo di utilità soprattutto per gli investitori istituzionali, al fine di evitare di vedersi applicati l'obbligo di riservatezza e la preclusione delle negoziazioni.

La necessità di verificare se sia possibile adottare un modello alternativo di comunicazione delle dette informazioni che non segua tutte le scansioni previste per i sondaggi si spiega considerando che, in linea con quanto sopra chiarito, l'informazione alla quale si fa riferimento è inevitabilmente a formazione progressiva e quindi nel momento in cui viene comunicata ai detti soci non può dirsi ragionevolmente concretizzabile, tant'è che non ha carattere privilegiato, ma lo assume soltanto in seguito e precisamente nel momento in cui intervenga il consenso degli azionisti alla realizzazione dell'operazione che determinerebbe anche il contestuale e tempestivo obbligo di comunicazione al mercato *ex art. 17 reg. MAR*.

Tale obbligo però, una volta che l'operazione si dovrà sicuramente realizzare, non sembra creare problemi fondamentali, essendo stata comunque assolta la funzione di "sondare" la posizione degli azionisti rilevanti, senza con ciò violare il divieto di comunicazione selettiva ai terzi di informazioni privilegiate *ex art. 10 reg. MAR*. È chiaro che nel caso in cui questi ultimi siano contrari all'operazione il mercato non ne verrà a conoscenza, proprio perché il veto ha appunto impedito definitivamente all'informazione trasmessa di acquisire carattere privilegiato, non potendosi configurare informazioni privilegiate di segno negativo, di talché non sussisterà alcun obbligo di *general disclosure*.

⁽²²⁾ Per il momento si resta in termini di facoltatività della comunicazione, salvo quanto si dirà *infra*, in questa sezione, § 4.

⁽²³⁾ Anche la dottrina si è posta il problema della modalità da seguire per le comunicazioni con il socio di controllo relativi alle materie assembleari, evidenziando la necessità di comprendere se l'organo amministrativo goda al riguardo di discrezionalità oppure se l'impiego del *market sounding* di cui all'art. 11 reg. MAR risulti obbligato. Si cfr. MAUGERI, *Gruppi di società e informazioni privilegiate*, cit., 908, nt. 3, il quale, in linea con il diverso oggetto della ricerca, lascia il problema volutamente aperto. Il quesito richiederebbe però di verificare che simili operazioni possano anche, a prescindere dai sondaggi di mercato, essere ricondotte all'essenzione di normalità di cui tratta, come si è visto, l'art. 10, par. 1, reg. MAR, se si postula che l'informazione sia privilegiata già in origine (ossia all'inizio del sondaggio). Non si deve peraltro confondere questo problema rispetto a quello, importante ma differente, volto ad appurare l'elasticità della disciplina dei sondaggi, nel senso della sua estensibilità anche a fattispecie diverse rispetto a quelle viste, quali ad esempio dialoghi che però non abbiano ad oggetto la verifica circa la fattibilità di una certa operazione, ma uno scambio di informazioni relativamente agli indirizzi strategici adottati anche in un'ottica prospettica. Sull'argomento si tornerà *infra*, cap. 3, sez. 3.

La soluzione affermativa a tale questione sembra condivisibile nel senso che l'art. 11 reg. MAR integra sì una norma specifica/speciale, ma priva dei connotati dell'obbligatorietà, sicché non si potrebbe fondatamente sostenere che la disposizione particolare debba sempre prevalere su quella più generale, potendosi anche scegliere di rispettare quest'ultima, posto che, come pare, si possa giungere comunque a sostenere la legittimità della condotta degli amministratori ⁽²⁴⁾. In ogni caso, il dettaglio dell'art. 11 reg. MAR soprattutto dal punto di vista procedurale dovrebbe quantomeno consigliare di adottare questa disciplina, anche in una prospettiva di certezza del diritto, al fine di evitare di incorrere in sanzioni derivanti da una non corretta interpretazione e declinazione in tale contesto della normativa generale sugli abusi di mercato, con conseguenti pesanti sanzioni di cui peraltro un'autorità regolamentare straniera ha già dato prova ⁽²⁵⁾.

4. *Un'asimmetria informativa doverosa ovvero soltanto auspicabile?*

A seguito della dimostrazione appena svolta, nonché della già evidenziata facoltatività nell'effettuazione della procedura dei sondaggi di mercato ⁽²⁶⁾, occorre ora verificare, così chiudendo in tale ambito il circolo argomentativo, se in riferimento a siffatti casi concernenti il vaglio di fattibilità su talune delle materie assembleari *ex art. 2365 c.c.* sia

⁽²⁴⁾ Considerato che la fattispecie della consultazione dei soci sulle materie assembleari sembra comunque ricadere nell'eccezione di *normalità* (art. 10, par. 1, reg. MAR). Da rilevare inoltre che uscendo dalla disciplina dei sondaggi di mercato, per le ragioni che si spiegheranno meglio nel prosieguo della trattazione, non occorrerebbe neppure valutare eventuali impatti sul principio di parità di trattamento presente anche nel mercato finanziario sia a livello europeo (art. 46 direttiva 2012/30/UE, art. 65 direttiva 2001/34/UE) e interno (art. 92 t.u.f.), perché ai fini della comunicazione lecita di informazioni privilegiate occorrerebbe comunque rientrare nella più volte richiamata *exemption*, la quale rende di per sé legittima la deviazione rispetto al principio di parità informativa. Resta però fermo il problema della parità informativa di diritto societario generale.

⁽²⁵⁾ Il riferimento è diretto, in ambito *UK*, alla decisione resa dalla Financial Services Authority (FSA), concernente il caso di David Einhorn, il quale è stato sanzionato per avere, nella sua qualità di socio di un'importante società e gestore di un fondo, illecitamente sfruttato informazioni privilegiate ottenute nell'ambito di una procedura di sondaggio di mercato volta ad appurare la sua disponibilità a sottoscrivere un aumento di capitale in allora non annunciato al mercato. E tutto ciò malgrado il detto socio avesse dichiarato espressamente di non volere ricevere *material information*. Per approfondimenti sulla ricostruzione fattuale, oltretutto su quella giuridica, si v. FSA (poi FCA), *Decision Notice 12 January 2012*, consultabile su www.fca.org.uk, nonché STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, cit., 407 s.; MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, 43, segn. nt. 49 e F.M. MUCCIARELLI, LOMBARDO, *Market Soundings: The Interaction between Securities Regulation and Company Law in the United Kingdom and Italy*, cit., 312 s.

⁽²⁶⁾ In questo senso si orienta anche STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, cit., 407, il quale parla di «eventualità di dialoghi tra emittenti e soci funzionali a sondare l'interesse di questi ultimi per il preventivo aumento di capitale».

possibile spingersi oltre, individuando in capo agli amministratori non soltanto una semplice *opportunità* di consultare il socio di controllo o in sua assenza quelli rilevanti (purché espressivi della maggioranza del capitale sociale e quindi idonei a garantire l'approvazione dell'operazione), bensì un vero e proprio *dovere* giuridico, che ove non rispettato potrebbe lasciare spazio ad azioni di responsabilità (sempreché si siano verificati dei danni e ricorrano gli ulteriori presupposti) ⁽²⁷⁾, e quindi correlativamente un diritto di informazione in senso passivo degli individuati soci ⁽²⁸⁾.

Ora, il problema in esame è estremamente delicato e sottile, nel senso che, come è evidente, non si tratta di trovare il fondamento di un'informazione societaria diretta ai soci di cui altrimenti non avrebbero contezza e quindi di configurare un dovere informativo come potrebbe accadere, lo si vedrà meglio in seguito, in relazione alle operazioni di "interesse primordiale", trattandosi qui invece di operazioni straordinarie che comunque transiteranno per l'assemblea dei soci. La questione allora si annida in uno *spatium temporis* estremamente ridotto, che si potrebbe non a torto definire interstiziale, il quale va dalla valutazione da parte dell'organo amministrativo di un determinato aumento di capitale sociale, per restare all'esempio paradigmatico sopra richiamato, sino alla decisione di convocare l'assemblea e di inserirlo nel relativo ordine del giorno. A voler essere precisi, e rimanendo coerenti con la delimitazione del perimetro di indagine alla sola informazione extrassembleare ed *extra* mercato, ci si trova in un momento anteriore rispetto a quello preassembleare (volendo attribuire a questo lemma il significato suo proprio) e quindi anche precedente alla stessa convocazione dell'assemblea.

⁽²⁷⁾ Senza tuttavia neppure poter immaginare la possibilità che il rilascio di tale informazione sia coercibile per il tramite dell'Autorità giudiziaria, atteso che non servirebbe a nulla una diffusione selettiva al socio di controllo di tale informazione una volta che la proposta dell'operazione sia stata posta all'ordine del giorno e l'assemblea convocata (e quindi il socio di controllo e tutti i soci, unitamente più in generale al mercato, ne abbiano ormai avuto conoscenza). La verifica della configurabilità di un dovere non è comunque priva di conseguenze anche da un punto di vista operativo: ove fosse configurabile un dovere di tal fatta e non una facoltà per gli amministratori di consultare selettivamente i detti soci è evidente che risulterebbero ammissibili richieste risarcitorie nel caso in cui ciò non avesse luogo e in seguito a questa mancanza si verificasse un danno per la società, stante appunto la violazione di un dovere, mentre ove la si ricostruisse alla stregua di una facoltà non sembra naturalmente che consimili azioni risulterebbero ammissibili.

⁽²⁸⁾ Si sta cioè cercando il fondamento giuridico di un diritto di informazione in senso peculiare. È infatti evidente che i soci non possano esercitare direttamente questo loro diritto, non conoscendo di regola le operazioni straordinarie e quelle richiedenti le autorizzazioni che l'organo amministrativo intende porre all'ordine del giorno. Tale rilievo non potrebbe neppure essere confutato richiamando il diritto di una minoranza qualificata di azionisti di richiedere la convocazione dell'assemblea, poiché questo viene dalla legge escluso in riferimento alle materie di cui si discorre (arg. ex art. 2367, comma 3, c.c. e art. 126-bis, comma 3, t.u.f.).

Ciò posto, si avverte subito che la soluzione negativa parrebbe imporsi ove si intendesse ricercare il fondamento di un simile dovere gestorio in una specifica disposizione di legge e/o di regolamento. Infatti, almeno a quanto consta, anche a seguito di un'attenta esegesi delle fonti dell'ordinamento azionario e pure di quello dei mercati finanziari non è dato all'interprete rinvenire alcuna norma nella quale il detto dovere possa trovare espresso suffragio; così, e stante l'analisi sopra svolta, neppure si potrebbe cercare di intravedere nella disciplina del *market sounding* e in quella che ne costituisce diretta specificazione, ossia il già citato allegato 3A del Regolamento Emittenti, profili che fuoriescono dall'ambito della mera opportunità ⁽²⁹⁾.

Chiedendosi perché la dottrina che si è occupata del tema non abbia in linea di massima ritenuto di considerare questo aspetto, trattando indistintamente di facoltà ⁽³⁰⁾, una prima risposta si può forse trovare in ciò che, quantomeno a livello informale, l'organo amministrativo sovente si consulta nella prassi con il socio di riferimento. Non mancano tuttavia casi in cui proposte di aumento di capitale, richiamando ancora una volta il classico esempio, non abbiano poi trovato il consenso della maggioranza, andando incontro a una "bocciatura", con effetti pregiudizievoli per la società; è stato appunto spiegato a livello più marcatamente economico come a seguito di tali eventi vi siano dei riflessi anche estremamente negativi sul corso del titolo, atteso che giunge al mercato l'idea per

⁽²⁹⁾ Offre una ricostruzione in parte differente ZOPPINI, *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 Tombari, Torino, Giappichelli, 2018, 92-94: «un'indicazione a mio parere significativa quanto ai doveri giuridici di consultazione selettiva sussistente in capo agli amministratori è quella che si legge ed è desumibile 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" contenuto nell'allegato 3A del regolamento Consob n. 11971/1999 concernente la disciplina degli emittenti».

⁽³⁰⁾ Invece, nel senso della facoltatività, ma senza confutare l'obbligatorietà della condotta, si v. ACERBI, *La Consob tra precetto e persuasione. Appunti a margine delle regole sulla nuova informativa al mercato*, in *Riv. soc.*, 1997, 1117; M. MAUGERI, *Gruppi di società e informazioni privilegiate*, cit., 908, segn. nt. 3; DI NOIA, GARGANTINI, *Corporate Governance e comunicazione di informazioni privilegiate*, cit., 35 ss.; MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, cit., 57-59; in termini più generali e in riferimento all'esplicazione del fenomeno in relazione ai patti parasociali, si v. anche TUCCI, *Il ruolo dei soci ed i patti parasociali*, in *Analisi giur. econ.*, 2007, 448-450. Propende invece nel senso dell'esistenza di un obbligo giuridico ZOPPINI, *Informazione societaria e corporate governance: il dialogo tra l'organo di gestione e il socio di controllo*, 92-93, seppure, come si è visto, argomentandolo essenzialmente in base alla disciplina dei sondaggi di mercato di cui allegato 3A del Regolamento Emittenti. Si v. anche ZOPPINI, *Il CdA può parlare con i soci di controllo*, in *Il Sole24Ore*, 5 aprile 2017, 35, ove si legge che «deve considerarsi, pertanto, ammissibile la *selective disclosure* di informazioni a favore di uno o più soci, ad esempio, in merito ad operazioni che coinvolgono il consenso del socio di controllo, quale tipicamente un aumento del capitale ovvero una fusione o una scissione. In queste materie, a mio parere, sussiste un vero e proprio obbligo giuridico di consultare il socio di controllo o comunque i principali soci stabili».

cui neppure gli azionisti di maggioranza ripongono più fiducia nelle potenzialità di quella compagine sociale e dei suoi gestori ⁽³¹⁾.

La mancanza di un'espressa disposizione legislativa o regolamentare e questi ultimi rilievi non consentono però ancora di abbandonare il pregevole intento di ravvisare il dovere di cui si è detto, importante anche per la certezza della tutela dei soci e della società in genere e del pari per fornire agli stessi amministratori una base giuridica sufficientemente precisa sulla quale operare.

Si ritiene che l'obbligo giuridico che si sta cercando possa invero individuarsi nell'ambito di un percorso di ordine più generale: pare infatti che questo trovi ancoraggio negli stessi principi generali che regolano e caratterizzano l'ordinamento del tipo azionario quotato e che ai fini della sua emersione occorra attentamente considerare gli *effetti* sulla società e sulla partecipazione sociale della collettività dei soci che, anche in potenza, potrebbero determinarsi.

Sul punto è bene intendersi. È evidente che la rispondenza di una tale informazione preliminare all'interesse sociale non sia *de plano* idonea a fondare un *dovere* gestorio. Infatti, tale consultazione selettiva si fa rientrare nell'ambito di quel più ampio dovere degli amministratori di perseguire l'interesse sociale, però a livello sistematico è importante sottolineare che non è *sic et simpliciter* la circostanza che il dialogo si ponga nell'interesse sociale a far sorgere il detto dovere, perché se così fosse si giungerebbe paradossalmente a configurare i flussi informativi come doverosi anche in relazione a tutte quelle materie non assembleari (che non necessitano del *placet* del socio di riferimento), ma che comunque si inseriscono nel solco dell'interesse sociale ⁽³²⁾. In simili termini, sussisterebbe praticamente sempre un dovere degli amministratori e un correlato diritto di tali soci all'informazione tanto in senso attivo quanto passivo, il che non convincerebbe per nulla.

Si può uscire da questa *impasse* precisando che è incontestabile l'esistenza di un dovere degli amministratori di perseguire l'interesse sociale, ancorché esso non trovi

⁽³¹⁾ Non è infatti casuale che a seguito della mancata approvazione delle dette operazioni da parte dell'assemblea taluni amministratori decidano addirittura di rassegnare le proprie dimissioni, essendo venuto meno il rapporto fiduciario che li lega alla società. Casi verificatisi in anni non lontani nel mondo bancario dimostrano quanto si è scritto. Si consideri anche la nota vicenda Falck-Montedison del 2001.

⁽³²⁾ Dovrebbero allora solamente eccettuarsi i dialoghi preclusi, perché non funzionali all'interesse sociale oppure non rientranti nell'essenziale di cui al reg. MAR là dove abbiano ad oggetto informazioni privilegiate.

un'espressa emersione nell'articolato codicistico che pone quali fonti dei doveri gestori la legge e lo statuto, e considerato, appunto, che la legge contempla il dovere di conseguire l'*oggetto* sociale (art. 2380-bis c.c.) e che si potrebbe parlare di un dovere di *non* operare *contro* l'*interesse* sociale (ossia in conflitto con il medesimo e quindi di non porre in essere atti contrari all'interesse sociale e non già di compiere in assoluto tutti gli atti conformi al detto interesse, arg. *ex art.* 2391 c.c.), stante il fatto che nel perseguimento dell'interesse sociale, il quale si realizza attraverso una molteplicità di percorsi *a priori* non definita né definibile, gli amministratori sono dotati di discrezionalità nelle scelte nel merito non sindacabili.

Ecco che, e questo è il punto fondamentale, nel caso delle materie assembleari l'omessa verifica del consenso del socio di controllo (ovvero di soci a tal fine assimilabili) in caso di mancata approvazione determinerà con ogni probabilità un danno all'interesse sociale e quindi alla società e a tutti gli azionisti globalmente intesi⁽³³⁾. Il carattere della potenzialità del danno non può essere idoneo a minare lo svolto percorso logico.

E tutto questo spiega perché si può configurare un dovere di informazione selettiva verso i soli soci di maggioranza dai quali dipenderà appunto il successo o meno dell'operazione straordinaria: è così in tal caso certamente giustificata la diversità di trattamento tra azionisti.

La soluzione prospettata trova inoltre conferma a livello più generale nella ricostruzione che la dottrina ha dato in ordine alla disciplina dei doveri degli amministratori⁽³⁴⁾, oltreché nella soluzione analoga, seppure con gli opportuni e inevitabili adattamenti data la non coincidenza della fattispecie, fornita in riferimento alla doverosità della *selective*

⁽³³⁾ È dunque ben diverso non avere tenuto una certa condotta conforme all'interesse sociale, ma la cui omissione non ha finito per porsi *contro* l'interesse sociale.

⁽³⁴⁾ In relazione a ciò si rinvia a CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, in *Trattato di diritto commerciale*, fondato da Costi e diretto da Buonocore, Sez. IV, Tomo 4.VI*, Torino, Giappichelli, 2019, 280 ss., segn. 290-293, ove si precisa la «mancanza di una norma che sancisca in termini positivi l'esistenza di un obbligo in tal senso (non desumibile *tout court* dalle disposizioni che prevedono il dovere di non agire in conflitto di interessi)» e ancora si chiarisce che «anche adottando la nozione tradizionale che identifica l'interesse sociale nella massimizzazione dello *shareholder value*, le diverse modalità contenutistiche e temporali con le quali questo risultato può essere conseguito non permettono di formulare criteri idonei a sindacare le scelte di gestione sulla base della loro conformità all'interesse della società [...]. In realtà la norma che attribuisce agli amministratori la competenza esclusiva alla gestione dell'impresa e al compimento delle operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale investe gli stessi del compito di rendersi interpreti dell'interesse sociale nella scelta delle modalità con cui conseguirlo che rientra pertanto pienamente nella discrezionalità amministrativa soggetta alla *business judgement rule*». In termini analoghi si cfr. anche BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a.*, Milano, Giuffrè, 2004, 179 ss.

disclosure nell'ipotesi di trasferimento della partecipazione azionaria (seppure in società non quotata) e quindi in relazione al compimento dell'attività di *due diligence* da parte del potenziale cessionario ⁽³⁵⁾).

Ad adiuvandum si consideri che una simile condotta, anche a voler prescindere per un momento dal piano dell'interesse sociale, andrebbe a porsi in spregio, da un lato, del dovere di diligenza che connota per legge la carica gestoria ⁽³⁶⁾ e, dall'altro, dell'altrettanto generale dovere che permea l'intero ordinamento societario ovvero il *duty of loyalty*, vale a dire il dovere fiduciario degli amministratori verso la compagine sociale, il quale impone agli stessi di tenere condotte volte a evitare potenziali danni.

Quanto si è appena rilevato può essere solamente valevole per la società azionaria quotata, non essendo di contro predicabile nelle società "chiuse", ove verosimilmente non sussisterebbe alcun pregiudizio, né avrebbe senso porsi il problema dell'impatto sul corso dei titoli, di talché una simile informativa verso il socio di controllo potrebbe operare in via di semplice opportunità ove rispettosa dell'interesse sociale ⁽³⁷⁾ e solamente previo attento vaglio della conformità rispetto al principio della parità di trattamento.

5. L'individuazione di un diritto passivo di informazione dell'azionista di maggioranza quale questione puramente nominalistica.

Nel titolo della presente sezione si è ritenuto di fare riferimento a un *dovere* gestorio: a questo punto, per esaustività di analisi, è utile spiegare come in realtà il "rovescio della medaglia" sia costituito da un *diritto* ⁽³⁸⁾ di tipo passivo degli azionisti di maggioranza di

⁽³⁵⁾ Per approfondimenti della questione, nonché per i riferimenti bibliografici e giurisprudenziali più rilevanti, si fa rinvio *supra*, cap. 2, § 3; anche nel caso in esame viene ritenuto idoneo ai detti fini un danno soltanto potenziale.

⁽³⁶⁾ Rilievo questo che potrebbe tuttavia, se considerato in via disgiunta rispetto alle precedenti argomentazioni, prestare il fianco alla critica di quella tesi per cui il dovere di diligenza degli amministratori sarebbe un parametro di misurazione dell'esatto adempimento contrattuale (art. 1176 c.c.) e non già fonte su cui innestare ulteriori obblighi anche di ordine secondario. Si cfr. ABBADESSA, MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, 305, nt. 95.

⁽³⁷⁾ Si pensi alla necessità di evitare il deterioramento dei rapporti con il socio di controllo. Deve peraltro quantomeno segnalarsi la necessità di verificare se quanto si è scritto risulti estensibile alle s.p.a. "aperte" non quotate, ossia agli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante, considerato pure il disposto di cui all'art. 116, comma 1-bis, t.u.f. Su tale profilo si v. VALENSISE, SACCO GINEVRI, BUI, *L'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni europee sugli abusi di mercato (MAR)*, settembre 2018, disponibile su www.dirittobancario.it.

⁽³⁸⁾ Dal punto di vista tecnico e nominalistico il binomio "dovere/obbligo" e "diritto" può essere in questo contesto tecnicamente utilizzato per evocare una posizione passiva correlativamente a una posizione attiva. Non depone in senso contrario neppure quella posizione per cui il citato binomio sarebbe proprio dei contratti di scambio e quindi non potrebbe essere a ragione impiegato per quelli con comunione di scopo,

essere consultati sulle materie assembleari, nel senso che a favore degli essi arriva un flusso informativo da loro non richiesto.

A ben vedere, la categoria del *diritto passivo* non è estranea alla teoria giuridica generale ⁽³⁹⁾, così come non lo è neppure quella del diritto passivo positivo, ossia un diritto che ha quale oggetto la condotta attiva di un soggetto differente dal titolare e che quindi si estrinseca nella posizione giuridica della pretesa. Del resto, a conferma di quanto scritto, spostandosi verso il campo limitrofo dell'informativa preassembleare, non vi è ragione di dubitare che pure la pubblicazione di tutta l'informativa preassembleare integri un diritto passivo degli azionisti, il quale anche dal punto di vista della coercibilità è solamente sanzionabile alla stregua di un'omissione degli amministratori (con connesso risarcimento dei danni ove presenti, vale a dire per equivalente, e, quando ne sussistano gli estremi, con l'annullabilità del deliberato assembleare), essendo coercibile in forma specifica soltanto la diversa violazione dell'art. 130 t.u.f. Il che pare assimilabile a quanto qui rileva.

Neppure risulta ostativa in questo senso la posizione per cui il *diritto all'informazione in senso stretto* sia da escludere in tutte quelle ipotesi in cui gli amministratori forniscano notizie in forza di un dovere di comunicazione inerente al loro ufficio, indipendentemente da una particolare richiesta dell'azionista ⁽⁴⁰⁾, in quanto tale discorso, certamente

come è quello di cui all'art. 2247 c.c., in cui si dovrebbe più propriamente trattare di poteri e oneri e dunque di "non conformità" oppure "conformità" rispetto alla regola organizzativa della società. *Amplius*, ANGELICI, *Le basi contrattuali della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, Torino, Utet, 2004, 124 ss., segn. 129, nt. 67; FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, Giuffrè, 1971, *passim*. Anche considerato che nella materia che ci occupa si tratta semmai di un dovere degli amministratori e che in questo caso, come riconosce anche il primo a. richiamato, la regola può ben rivestirsi di una doppia portata, allo stesso tempo organizzativa e intersoggettiva.

⁽³⁹⁾ «Così, la pretesa, o diritto in senso stretto, consiste nel fatto che qualcuno è tenuto ad un comportamento attivo, oppure omissivo, nei confronti del titolare della pretesa stessa. Ciò che definisce una pretesa è la presenza di un obbligo di compiere (o non compiere) il contenuto della pretesa. La pretesa ha dunque come correlativo il dovere, e come negazione un «non-diritto» (ossia l'assenza del diritto o pretesa a qualcosa). Se Tizio ha una pretesa verso Caio (la pretesa che Caio faccia, oppure non faccia, qualcosa), allora Caio ha un dovere (di fare, oppure di non fare, qualcosa) verso Tizio»: si cfr. PINO, *Diritti soggettivi. Lineamenti di un'analisi teorica*, in *Materiali per una storia della cultura giuridica*, 2009, 488. È ancora, da notare che «lo schema hohfeldiano si basa su coppie oppositive di posizioni giuridiche, tra le quali si dà sempre, per definizione, un rapporto di correlatività. Ora, questo schema binario di raffigurazione dei diritti può utilmente essere integrato da un terzo elemento: la descrizione di un atto»: si cfr. FINNIS, *Natural Law and Natural Rights*, Oxford, OUP, 2011, 199. In tal modo, è possibile distinguere tra posizioni attive e passive, nonché tra diritti negativi e positivi (così FEINBERG, *Social Philosophy*, Prentice-Hall, 1973, 59 s.; MACCORMICK, *Institutions of Law. An Essay in Legal Theory*, Oxford, OUP, 2007, 123-130).

⁽⁴⁰⁾ Si fa riferimento a COSTI, *Note sul diritto di informazione e d'ispezione del socio*, in *Riv. soc.*, 1963, 65 ss. e a GUIDOTTI, *I diritti di controllo del socio nella s.r.l.*, Milano, Giuffrè, 2007, 51 s. In particolare, quando i citati aa. si occupavano dell'argomento i flussi informativi che si indirizzano dagli amministratori ad alcuni soci non erano un problema ancora particolarmente rilevante, né nel 1963 e neppure nel

condivisibile, si incentra su un piano differente, ossia quello della delimitazione della fattispecie del diritto all'informazione e del relativo campo di indagine, non considerando dunque la diversa categoria del diritto passivo.

In ogni caso, la detta qualificazione ha portata meramente nominalistica, siccome neppure nell'ipotesi in cui si affermasse l'inconfigurabilità di un tale diritto verrebbe meno l'esistenza del richiamato dovere in capo agli amministratori, con tutte le conseguenze risarcitorie in ipotesi di violazione con produzione di danni per la società dovuti alla contrazione del valore dei titoli. Eventualmente la sussistenza di un tale peculiare diritto potrebbe avere dei riflessi a livello risarcitorio e in particolare in ordine alla legittimazione ad avanzare tali richieste.

Questi aspetti sono interessanti e ad oggi inesplorati: a differenza di quanto si potrebbe pensare, non è sempre il socio di controllo a richiedere l'aumento (il che vanificherebbe le dette problematiche), ma anche in Italia vi sono svariate compagnie quotate in cui un socio di controllo vero e proprio non esiste e il socio principale da solo non riesce ad approvare nulla.

6. *Le comunicazioni sulle materie riconducibili agli interessi "primordiali".*

Nell'ambito dell'informazione che si è definita *preventiva* occorre almeno accennare anche a quella relativa a operazioni tanto radicali da intaccare l'oggetto sociale e così coinvolgere interessi definiti "primordiali" ⁽⁴¹⁾, malgrado l'articolato normativo non preveda espressamente la competenza dell'assemblea ⁽⁴²⁾.

Ora, l'estensione della soluzione fornita sopra per le materie assembleari dipende strettamente dall'inquadramento che si fornisce al problema di queste operazioni. Non si intende naturalmente qui prendere posizione sull'estremamente complessa questione

2007, visto che in Italia la questione della *selective disclosure* non si era allora presentata in tutta la sua forza. Oggi, infatti, non si tratta più di verificare se questi flussi ricadano nel "diritto all'informazione in senso stretto", ma se essi siano sussumibili nella categoria del diritto del socio e del dovere dell'amministratore, ovvero solamente nella facoltà degli amministratori di attivarli: ciò al fine di comprendere se il socio queste informazioni le possa o meno esigere, giacché il piano non è allora quello nominalistico e contenutistico, bensì è quello chiaramente distinto della coercibilità dell'avvio di tali flussi.

⁽⁴¹⁾ Per un completo quadro del problema si v. l'ampia panoramica effettuata da ABBADESSA, MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, cit., 305, nt. 95, ove anche per indicazioni bibliografiche; nonché PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, Abbadessa e Portale, II, Torino, Utet, 2006, 5 ss.

⁽⁴²⁾ Si richiama l'esempio della dismissione di una partecipazione strategica in un settore di attività previsto dall'oggetto sociale e che determina la cessazione di un ramo di azienda.

delle competenze implicite dell'assemblea ovvero della semplice esistenza di doveri informativi degli amministratori verso i soci ⁽⁴³⁾.

Infatti, là dove si identificasse non una vera e propria competenza assembleare, ma solamente un dovere informativo, vi sarebbe semplicemente un obbligo che si estrinsecerebbe nella necessità di convocare l'assemblea dei soci e renderla edotta circa il compimento di tali operazioni strategiche, di talché una sua violazione potrebbe spiegare effetti solamente a livello obbligatorio e quindi "interno". Si rende evidente in questo caso che restando la decisione finale in capo all'organo amministrativo, la consultazione preventiva, rispetto alla convocazione dell'assemblea, del socio di maggioranza potrebbe avere una qualche utilità, ma non integrare un necessario vaglio di fattibilità. La conseguenza è che si potrà configurare una facoltà e non un obbligo informativo preventivo degli amministratori, perché ciononostante la realizzazione spetterà ai medesimi ⁽⁴⁴⁾.

Nel caso in cui si ritenesse invece di adottare la teoria delle competenze implicite, rappresentando la deliberazione assembleare un vero e proprio limite legale alla rappresentanza degli amministratori e potendo operare anche a livello "esterno", la soluzione dovrebbe almeno astrattamente dipendere a seconda dei casi dagli effetti che potrebbero discendere dalla circostanza che l'operazione non ottenga il consenso dei soci e che dunque non si possa realizzare ⁽⁴⁵⁾.

Inutile dire ancora una volta che tali considerazioni non avrà senso traslare in ambito di s.p.a. "chiuse", in cui anche in relazione ai detti "interessi primordiali" non si potrà configurare un dovere informativo selettivo e preventivo in capo agli amministratori, ma soltanto una facoltà previo vaglio di compatibilità con il principio di parità di trattamento per come sopra declinato ⁽⁴⁶⁾.

⁽⁴³⁾ Si v. la nt. precedente.

⁽⁴⁴⁾ Da considerare poi che, a seguito del parere negativo dell'assemblea, gli amministratori potranno desistere dal compiere quella scelta gestionale ove si avvedano della sua non convenienza per la società ovvero potranno spiegare agli azionisti l'importanza di quella operazione e convincerli al riguardo eliminando ogni dissenso.

⁽⁴⁵⁾ In ogni caso, stando alla fattispecie concreta della dismissione della partecipazione strategica sarebbe difficile ipotizzare che un blocco dell'operazione in assemblea, ove si adotti la teoria delle competenze implicite, possa far registrare effetti negativi sul corso dei titoli e quindi un pregiudizio anche potenziale per l'interesse sociale assimilabile a quello della mancata approvazione di un aumento di capitale, stante pure la differenza ontologica di tale operazione rispetto a quella di aumento di capitale sociale e quindi i suoi divergenti riflessi sulla fiducia del mercato verso la compagine societaria coinvolta.

⁽⁴⁶⁾ Si rinvia *supra*, cap. 2, §§ 5 e 6.

Sezione Terza
L'ULTERIORE INFORMAZIONE SELETTIVA
TRA DOVERE E FACOLTÀ DEGLI AMMINISTRATORI

1. *Premessa sull'informazione selettiva oggettivamente differente da quella già esaminata.*

Quando in precedenza è stato trattato il principio della parità informativa nella sua dimensione “interna” ⁽¹⁾, svolgendo cioè una verifica circa la sussumibilità nello stesso del fenomeno delle comunicazioni selettive (cui si era ritenuto di fornire inevitabilmente risposta affermativa, con la necessità di prenderne atto), era stata rinviata l'analisi della prospettiva “esterna” al principio e volta cioè a ricercare delle deroghe al detto regime paritario, sì da fondare la doverosità per gli amministratori oppure *in minus* una loro semplice facoltà di permettere il controllo di questi azionisti rilevanti e quindi in più larga istanza la legittimità di tali condotte ⁽²⁾. Nella sezione seconda ci si è occupati dell'informazione relativa alle materie assembleari, argomentando in favore di una deroga al principio della parità informativa rappresentata dall'esistenza di un dovere gestorio desunto dai principi generali del diritto societario: si continua in questo percorso con riguardo adesso, per differenza, a tutto il resto dell'informazione selettiva oggettivamente non sovrapponibile a quella sopra esaminata ⁽³⁾.

A livello metodologico, nella ricostruzione delle deroghe ovvero delle limitazioni *esterne* alla parità informativa è necessario operare una distinzione in base al modello societario, ossia tra società quotate e società “chiuse”, perché le soluzioni devono essere differenziate nei due casi. Inoltre, per quanto segnatamente attiene alle compagini quotate è necessario a sua volta distinguere le soluzioni a seconda della tipologia privilegiata o meno dell'informazione che viene in rilievo, come si spiegherà più ampiamente in seguito ⁽⁴⁾.

⁽¹⁾ *Supra*, cap. 2, §§ 5 e 6, ove era stato solamente posizionato il problema della parità informativa, senza tuttavia trattare anche delle deroghe *non espresse* alla medesima.

⁽²⁾ Altrimenti detto, si stanno ricercando le eccezioni, ossia le limitazioni *ab externo* al principio della parità informativa che obbligano (dovere) gli amministratori o comunque consentono (facoltà) agli stessi di effettuare flussi informativi asimmetrici. Pare chiaro che ove nulla di tutto ciò si ritrovi, vi sarà un ostacolo preclusivo della *selective disclosure*.

⁽³⁾ Tutto questo a conferma di quanto già si anticipava: la parità informativa non è un principio che lo si tratta alla fine come idea di completamento, bensì costituisce la struttura portante dell'intera analisi.

⁽⁴⁾ *Infra*, in questa sezione, § 2 ss.

È sufficiente ora considerare che ove la società sia quotata a venire in rilievo saranno tanto l'art. 92 t.u.f. (oltre agli artt. 7 ss. reg. MAR nei casi in cui l'informazione presenti carattere *material*), quanto il principio paritario di diritto azionario comune ⁽⁵⁾, di talché, essendosi già prima dimostrato che un principio non assorbe l'altro ⁽⁶⁾, in tale contesto si pone il complesso problema di trovare *due deroghe* distinte per ognuno dei due richiamati principi; operazione che è ancora più complessa soprattutto in relazione al primo principio, ossia quello dettato dall'ordinamento dei mercati finanziari, ove lo si ritenga, come pare corretto, insensibile rispetto all'interesse sociale in quanto posto in una dimensione extrasocietaria.

Se trattasi invece di una società "chiusa" a venire in rilievo sarà solo la parità informativa codicistica. Ci si dovrà domandare se per derogare a tale regola possa essere sufficiente l'interesse sociale oppure si richiedano anche ulteriori elementi, quali ad esempio l'assenza di pregiudizio patrimoniale per i soci esclusi dalle comunicazioni asimmetriche e quindi discriminati. Ed è proprio da tale ultima questione che si intende partire.

2. Una lettura critica dell'interesse sociale quale autonomo criterio derogatorio della parità informativa di diritto azionario comune nelle società "chiuse" e in quelle "aperte".

È subito bene precisare che tutte le seguenti riflessioni critiche sull'interesse sociale quale causa di deroga alla parità informativa fanno riferimento in via esclusiva all'accezione che questo principio assume nel diritto azionario comune e quindi attengono *primariamente* (ancorché non unicamente) alle società "chiuse".

Si tratta in modo diverso di considerazioni che hanno una più circoscritta estensione ove siano svolte nell'ambito delle società quotate in cui assumeranno rilievo esclusivamente riguardo alla detta declinazione generale della parità informativa, ma nessuna valenza potranno di contro avere ai fini della deroga dell'omonimo principio *ex art. 92 t.u.f.*, che è di tipo extrasocietario, nel senso che persegue la tutela del mercato, ossia di interessi terzi rispetto alla società e ai suoi azionisti e pertanto risulta immune rispetto all'interesse

⁽⁵⁾ Ossia quello ricavato per inferenza estensiva dall'art. 2348, comma 1, c.c., come parità di trattamento degli azionisti e non solo uguaglianza di diritti delle azioni.

⁽⁶⁾ Si rinvia nuovamente all'analisi svolta *supra*, cap. 2, § 6.

sociale ⁽⁷⁾, laddove quest'ultimo è un concetto che appartiene a una dimensione prettamente endosocietaria ⁽⁸⁾. Nelle compagini quotate sarà pertanto necessario trovare un'altra e ulteriore deroga, atteso che l'interesse sociale è un elemento necessario, ma non certo sufficiente per limitare la parità informativa dell'ordinamento proprio dei mercati finanziari.

Si è già sopra accennato che nelle società non quotate e neppure diffuse a venire in rilievo sia solo il principio della parità di trattamento dell'ordinamento societario generale ⁽⁹⁾ ed è in relazione a quest'ultimo che si deve rispondere alla seguente domanda: l'interesse sociale, invocato da molte posizioni dottrinali a fondamento della legittimità dei flussi informativi selettivi ⁽¹⁰⁾, è di per sé solo sufficiente a consentire di derogare al principio di parità informativa?

Innanzitutto, sembra doversi escludere che nelle società "chiuse" il problema della parità informativa sia in radice risolvibile argomentando nel senso dell'inesistenza di un divieto degli amministratori di dialogare selettivamente, purché lo facciano con ogni azionista che lo richieda. Si tratterebbe invero di un'affermazione non sicura e soprattutto non risolutiva del problema, che permarrrebbe quasi immutato: anche se risulta corretto sostenere l'inesistenza di un divieto espresso in tal senso e così trarre da ciò l'idea che non vi sia una preclusione implicita derivante dal principio di parità informativa ⁽¹¹⁾, con il corollario dell'ammissibilità delle comunicazioni selettive, deve però evidenziarsi che tutto

⁽⁷⁾ Ciò è a dire che ai fini della deroga dell'art. 92 t.u.f. l'interesse sociale risulti del tutto irrilevante. In questo ordine di idee si collocano anche F.M. MUCCIARELLI, *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2004, 204 e GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, Milano, Giuffrè, 2022, 253-258.

⁽⁸⁾ Diversamente MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, 78, ritrova anche per le società quotate la chiusura del sistema dei flussi informativi selettivi nell'interesse sociale a fondamento di queste comunicazioni: «In conclusione, come in fondo suggerito dall'art. 10 MAR, qualsiasi forma di comunicazione selettiva è ammessa solo se connessa alla realizzazione di un interesse della società [e quindi a esso conforme]». Su questi profili si deve però anche considerare quanto si dirà *infra*, in questa sezione, §§ 7-7.2, sui rapporti tra l'eccezione di normalità di cui all'art. 10 reg. MAR e la nozione di interesse sociale.

⁽⁹⁾ Per precisione si ripete che tale principio *endosocietario* ha rilievo anche nelle società "aperte", alle quali pure si applica.

⁽¹⁰⁾ Per ogni altro si v. ID., *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, cit., 5 e, con riferimento specifico agli investitori istituzionali, STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, I, 412.

⁽¹¹⁾ Da considerare, inoltre, che non vi è sicurezza sulla circostanza che il principio di parità di trattamento sia comunque rispettato anche in ogni caso di comunicazione asimmetrica purché vi sia la tempestiva diffusione delle informazioni in oggetto (e questo anche al di fuori dei più ovvi casi di trasmissione di *material information*). Sul particolare tema del ripristino della parità informativa si v. la trattazione condotta *infra*, in questa sezione, § 4.

ciò è vero a condizione che si accettino poi tutte le richieste di questo tipo provenienti da qualsiasi socio. Si è già visto che una simile situazione pure nelle s.p.a “chiuse” ma con una base sociale estesa è in concreto difficilmente gestibile ⁽¹²⁾, e quindi non può essere una soluzione al problema paritario che resta comunque aperto anche in tale modello societario ⁽¹³⁾.

Il punto rimane quello di comprendere se sia consentito agli amministratori comunicare solo con alcuni azionisti rilevanti e se altri lo domandino sia legittimo negare tale possibilità, purché le comunicazioni con i primi azionisti riposino sull’interesse sociale. Per fornire una risposta occorre approfondire tale ultimo concetto, approntando un’analisi volta a valutare lo stesso in funzione derogatoria del principio di parità informativa.

È inevitabile segnalare la complessità di ricostruire i confini di questo concetto, che potrebbe definirsi “liquido”. Risulta notorio che gli amministratori devono considerare esclusivamente gli interessi che si riconducono a quello sociale e così anche l’interesse al “controllo” sulla correttezza della gestione ⁽¹⁴⁾; inoltre, da altra e complementare prospettiva, il diritto degli azionisti di nominare e revocare i gestori è strettamente strumentale a garantire che i secondi tutelino gli interessi dei primi e così, in più larga istanza, l’interesse sociale ⁽¹⁵⁾. A ciò consegue direttamente che tutte le condotte poste in essere dagli amministratori devono risultare conformi all’interesse sociale, altrimenti quando sono allo stesso contrarie incontrano un chiaro divieto ⁽¹⁶⁾.

È però interessante e originale notare che adottando questo incontrovertibile modo di ragionare, il principio di parità informativa diventerebbe del tutto pleonastico. Infatti, se

⁽¹²⁾ Sul punto, seppure in altro contesto, si v. anche GUIDOTTI, ORCIANI, *Sui diritti di controllo del socio nella s.r.l. aperta*, in *Riv. dir. soc.*, 2022, I, 512 ss.

⁽¹³⁾ In senso differente si v. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, cit., 76.

⁽¹⁴⁾ In questo ordine di idee, *ex pluribus*, si cfr. SANFILIPPO, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, Torino, Giappichelli, 2000, 117 ss. La gestione dell’impresa deve avvenire perseguendo l’interesse sociale, anche considerato il vincolo per gli amministratori di realizzare l’interesse dei soci, che può trovare fondamento e giustificazione proprio nella sua funzionalità al perseguimento del primo (interesse sociale): si cfr. EASTERBROOK, FISCHER, *Voting in Corporate Law*, in *Journal of Law & Economics*, 1983, 395 ss. È da considerare poi tutto il dibattito, oggi molto attuale, sullo spazio per l’implementazione degli obiettivi ESG.

⁽¹⁵⁾ L’osservazione è diffusa anche nella letteratura internazionale: si v., tra i tanti, EASTERBROOK, FISCHER, *The Corporate Contract*, in *Columbia Law Review*, 1989, 1416 ss.; BAINBRIDGE, *In Defense of the Shareholder Wealth Maximization Norm: A Reply To Professor Green*, in *Washington & Lee Law Review*, 1993, 1442 ss.; MACEY, MILLER, *Corporate Stakeholders: A Contractual Perspective*, in *University of Toronto Law Journal*, 1993, 401 ss.

⁽¹⁶⁾ Si potrebbe forse aggiungere a questa casistica l’ipotesi, invero piuttosto teorica, delle condotte neutrali rispetto all’interesse sociale.

si applica detta parità, ossia si impediscono le comunicazioni selettive in tutti quei casi in cui esse risultano conformi all'interesse sociale e così facendo si genera un pregiudizio all'intera società (peggiorando la *corporate governance* o comunque rinunciando a un miglioramento della medesima), allora gli amministratori dovrebbero per ciò solo derogare, vale a dire disapplicare e limitare, il principio di parità informativa, in modo da consentire queste forme di controllo in regime non paritario ed evitare di entrare in rotta di collisione con l'interesse sociale⁽¹⁷⁾. Invece, ove i dialoghi selettivi non siano conformi all'interesse sociale, ad esempio in certi casi quelli con il socio di controllo, vi sarà un divieto di dialogare. Ma, a ben pensarci, questo divieto deriva non tanto dal principio paritario, quanto ancora prima dal contrasto con l'interesse sociale, sicché viene da chiedersi a seguito di una simile ricostruzione che ruolo possa avere la parità di trattamento e a che cosa in concreto serva⁽¹⁸⁾ in più di quanto già assolve l'interesse sociale.

Si intende essenzialmente sostenere che un simile modo di ragionare non può tuttavia funzionare, altrimenti la parità di trattamento “evaporerebbe” tutte le volte in cui venisse in contatto con l'interesse sociale, il quale finirebbe invero per assorbire e rendere del tutto superflua la parità informativa, la quale verrebbe a risolversi nell'interesse sociale e null'altro di più. Basti considerare che ogni condotta degli amministratori *può* essere realizzata *esclusivamente* se conforme all'interesse sociale e quindi non in contrasto rispetto a questo, e che tutte le condotte contrarie all'interesse sociale si scontrano con il divieto in capo agli amministratori di porle in essere. Ora, all'interno del circolo di questo sillogismo non vi sarebbe mai spazio per la parità di trattamento che non potrebbe assolvere nessuna utile funzione, perché sarebbe di per sé solo l'interesse sociale a legittimare una certa condotta gestoria, ancorché lesiva della parità di trattamento che dovrebbe sempre cedere di fronte al perseguimento dell'interesse della società.

⁽¹⁷⁾ Per questa casistica si v. *infra*, nel presente paragrafo.

⁽¹⁸⁾ I casi potrebbero essere essenzialmente due: (i) le comunicazioni asimmetriche *conformi* all'*interesse sociale* in cui la parità informativa di diritto azionario comune (ma non già quella dell'art. 92 t.u.f. che, come detto, è insensibile rispetto all'interesse sociale) può essere dagli amministratori disapplicata affinché essi *siano abilitati* a dialogare con gli investitori istituzionali (ma senza che si crei alcun obbligo/dovere al riguardo, salvo le ipotesi delle operazioni *ex art. 2365 c.c.* e quella di cui si scriverà *infra*, in questa sezione, § 3, connessa all'art. 124-*quinquies* t.u.f. e limitata agli investitori istituzionali); (ii) le interazioni informative contrarie all'interesse sociale, che gli amministratori non possono svolgere, perché sussiste chiaramente in origine un divieto rappresentato dalla contrarietà all'interesse sociale, *a prescindere* da qualsivoglia discorso intorno alla parità di trattamento.

Conclusivamente, da questa prospettiva, si può affermare che l'interesse sociale ⁽¹⁹⁾ ove singolarmente e autonomamente considerato (senza aggiunta di ulteriori elementi) è un concetto troppo ampio e fluido per essere utilizzato come indice di legittimazione delle comunicazioni selettive ⁽²⁰⁾ e quindi quale eccezione alla parità informativa. Diversamente si adotterebbe con buona probabilità un approccio erroneo, perché il principio per come scritto e concepito non può essere piegato a interpretazioni del tipo di quelle appena viste basate sull'interesse sociale, pena una sua sostanziale abrogazione implicita ⁽²¹⁾. Pare cioè eccessivo e semplificativo sostenere che tutte le volte che vi sia un interesse sociale le comunicazioni selettive da parte degli amministratori siano legittime e il principio della parità di trattamento possa registrare delle deroghe.

Ecco che, al fine di evitare tale risultato, pare doversi chiarire che l'interesse sociale è certo necessario, ma non sufficiente a fondare tale deroga al regime paritario proprio del diritto azionario comune, e che a esso si debba accostare un *ulteriore* e fondamentale elemento, vale a dire l'assenza di un pregiudizio patrimoniale per i soci discriminati, siccome esclusi dall'informazione ⁽²²⁾. Né tale elemento sembra poter essere ritenuto sempre

⁽¹⁹⁾ Il quale, non è inutile ricordarlo, risulta comunque un principio di ordine generale eventualmente derogatorio della parità di trattamento/informativa, ma pur sempre "esterno" alla norma.

⁽²⁰⁾ *Contra* MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, cit., 79, secondo cui «la compressione della parità di trattamento è consentita solo quando la strada dei dialoghi selettivi permetta di soddisfare un preciso interesse della società, riconoscendo, da questo punto di vista, la necessità che il principio di parità di trattamento coesista e consenta il normale dispiegarsi della gestione imprenditoriale nella sua piena dimensione organizzativa».

⁽²¹⁾ In fondo non si tratterebbe di un'abrogazione parziale limitata al solo discorso delle comunicazioni selettive, ma estensibile anche ad altri profili sui quali la parità di trattamento opera. Improprio sarebbe stato invece trattare di un'abrogazione implicita parziale, perché in fondo tutte le deroghe ricavate per via interpretativa a una certa norma costituiscono un'abrogazione tacita e parziale, siccome limitata a quel certo caso, il che rende chiaro che questo argomento ha senso solo nel caso di un'abrogazione tacita *totale* che rende la norma integralmente inutile e non potrebbe ricondursi agli estremi della *deroga*, appunto perché questa presuppone che vi siano dei casi in cui la norma possa trovare applicazione, altrimenti a nulla si deroga. In altro e differente contesto, ossia quello del principio paritario dell'ordinamento dei mercati finanziari, discorre di «tacita abrogazione» anche GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, cit., 257, ma più estensivamente sul punto si vedano le considerazioni che si svolgeranno *infra*, in questa sezione, §§ 7-7.2.

⁽²²⁾ Con ciò recuperando quell'impostazione che la dottrina aveva suggerito nell'ambito di una concezione più restrittiva del generale principio della parità di trattamento. Si cfr. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2007, 284, per cui «l'ordinamento consent[er] solo operazioni compatibili con il c.d. "criterio paretiano", secondo il quale sono raccomandabili unicamente quei cambiamenti nei quali almeno una persona viene a trovarsi in una situazione migliore senza che nessuno venga a trovarsi in una situazione peggiore. Sono legittime solo quelle operazioni nelle quali, pur non ripartendosi in modo egualitario i benefici netti risultanti dal cambiamento, il soggetto che trae vantaggi dal cambiamento compensi, in modo completo, chi subisce un pregiudizio». Da notare, invece, che secondo il cit. a. «non sembrano compatibili con l'odierno sistema positivo eventuali opzioni interpretative più radicali che riconoscano la legittimità di operazioni societarie che determinino un incremento della ricchezza complessiva, anche se accompagnate dalla lesione della integrità patrimoniale di uno più soci».

sussistente nei casi di comunicazioni selettive, e quindi un inutile orpello, considerato che questo pregiudizio patrimoniale ben potrebbe essere presente in tutti quei casi in cui l'informazione sia idonea a determinare delle scelte di investimento in luogo di altre.

Pur nell'ovvia consapevolezza che nelle società "chiuse" non rilevi formalmente la distinzione tra informazioni *price sensitive* e informazioni che non siano tali, ⁽²³⁾ appare però innegabile che pure in tali contesti talune informazioni possano determinare delle scelte di investimento o disinvestimento, generando dei benefici anche in termini strettamente economico-patrimoniali in capo a quanti le possiedono, e dei pregiudizi dello stesso ordine per coloro con i quali non siano state condivise. In siffatti casi non si potrà sostenere l'esistenza di una deroga alla parità informativa, quantomeno a quella di diritto societario generale, e ai fini di svolgere comunicazioni potrà essere fondamentale il ricorso all'autonomia statutaria, ma nei ristretti limiti che si cercherà in seguito di chiarire ⁽²⁴⁾.

Sempre da questo angolo prospettico, per quanto attiene invece alle società quotate, la detta assenza di pregiudizio patrimoniale, che (unitamente all'interesse sociale) dovrebbe giustificare una deroga al principio paritario di diritto societario generale e legittimare le comunicazioni selettive, naturalmente sempreché sussistano le deroghe alle altre declinazioni ordinamentali del principio ⁽²⁵⁾, parrebbe in ogni caso ricorrere e non creare particolari problemi, posto che per le informazioni privilegiate vi sono già i presidi a tutela del mercato approntati dal reg. MAR ⁽²⁶⁾, che esplicano i loro effetti anche nella dimensione endosocietaria e impediscono il concretizzarsi di eventuali pregiudizi, e per le altre informazioni non privilegiate non vi saranno influssi di tipo economico-patrimoniale ⁽²⁷⁾, stante la natura intrinseca di tali dati e notizie.

⁽²³⁾ Per un'analisi dettagliata del problema in relazione alle informazioni non privilegiate si rinvia *infra*, in questa sezione, § 8.

⁽²⁴⁾ *Infra*, in questa sezione, § 10.

⁽²⁵⁾ Delle quali ci si occuperà nei successivi paragrafi.

⁽²⁶⁾ Il quale consente di comunicare solo se si rientri nell'eccezione di normalità, con il presidio ulteriore della *no-trading rule*.

⁽²⁷⁾ Questo tipo di percorso logico risulta forse più convincente e maggiormente *tailor made* sul caso che interessa, rispetto ad altri più generali volti a sostenere sempre l'assenza di un pregiudizio patrimoniale, ma con riferimento a fattispecie differenti e relative a operazioni societarie in senso stretto. Si può pensare al caso esemplificativo dell'emissione di un prestito obbligazionario offerto solo ad alcuni soci con esclusione di altri a condizioni vantaggiose per la società o comunque pari a quelle che la società avrebbe ottenuto dal mercato, in relazione alla quale si argomenta che il singolo socio non subirebbe alcun pregiudizio, perché la società avrebbe risparmiato dei costi per verifiche ove avesse offerto il prestito a terzi. La fattispecie è tuttavia in essenza differente rispetto a quella che ci occupa relativa all'informazione, il che rende difficile assimilarla a quella dei dialoghi selettivi.

Tutto ciò chiarito, la critica sopra svolta è stata diretta non già a sostenere la superfluità dell'interesse sociale, bensì a dimostrare che autonomamente lo stesso non sia idoneo a limitare la parità informativa, di talché rimane necessario tornare ora più specificamente a trattare dell'interesse sociale, al fine di verificare se e quando la *selective information* risulti a esso conforme.

La risposta è più semplice e con ogni probabilità affermativa quando a venire in rilievo siano gli investitori istituzionali, poiché le comunicazioni con essi dovrebbero in via tendenziale migliorare la *corporate governance*, anche se questo non sempre costituisce un assioma e deve essere verificato caso per caso. In simili ipotesi la parità di trattamento di diritto azionario comune sembra “cedere” di fronte alla conformità all'interesse sociale del dialogo selettivo ⁽²⁸⁾. Si deve tuttavia rilevare che tale effetto *beneficial* è limitato alle interazioni comunicative con questi specifici azionisti e, viceversa, non è detto che sussista quando le comunicazioni avvengano in favore del socio di controllo, ancorché si potrebbe replicare che il suo interesse coincide con quello della società, ma non è da escludere che questi possa estrarre i benefici privati del controllo. Questa distinzione in ragione della tipologia di socio, recuperata in base alla tassonomia previamente svolta, è fondamentale, perché diversamente trattare in generale di tale limite dell'interesse sociale alla parità di trattamento, che renderebbe legittimi i dialoghi selettivi senza identificare il destinatario, risulterebbe impreciso e puramente teorico, e presenterebbe un vizio nell'impostazione di fondo dell'analisi.

Tale discorso sugli investitori istituzionali e sulle loro particolarità soggettive (e, come si dirà, anche normative) ⁽²⁹⁾ rivestirà naturalmente maggiore importanza nella ricostruzione di una deroga del principio paritario di diritto azionario comune nelle società quotate ⁽³⁰⁾, mentre avrà un limitato spazio, quando ci si trovi nell'ambito delle società “chiuse”, ove tali azionisti potrebbero essere rimasti soltanto in quei casi eccezionali in cui la società, inizialmente quotata, sia poi stata fatta oggetto di *delisting*.

⁽²⁸⁾ Anche se per gli investitori istituzionali si può sostenere l'esistenza di una deroga al principio paritario sia di diritto societario generale che di diritto dei mercati finanziari sulla base dell'art. 124-*quinquies* t.u.f., come si vedrà *infra*, in questa sezione, § 3.2 e quindi tutto questo discorso potrebbe restare assorbito in quello successivo, che costituisce un'altra fonte derogatoria. Non risulterebbe quindi neppure aver rilievo l'esistenza di un eventuale pregiudizio patrimoniale (che comunque nelle società quotate è difficile si verifichi, per le ragioni spiegate nel testo), così come paradossalmente la mancanza di un interesse sociale, perché la deroga al principio di parità informativa è stata prevista dallo stesso legislatore.

⁽²⁹⁾ Come si dirà *infra*, § 3.

⁽³⁰⁾ Come spiegato *supra*, cap. 2, § 6, tale principio si applica altresì alle società quotate.

3. La ricerca di un dovere gestorio di comunicare in via asimmetrica.

È stato appena dimostrato che l'interesse sociale, al fine di consentire una deroga alla *generale* regola paritaria di diritto societario richiede anche l'assenza del pregiudizio patrimoniale in relazione ai soci discriminati, il quale è più facilmente argomentabile per le società quotate che non per quelle "chiuse", alla stregua delle motivazioni in precedenza enunciate. Si deve allora rilevare che, seppure quelle considerazioni possano costituire un primo significativo approdo per comprendere gli spazi e i limiti entro i quali il controllo dei soci rilevanti sia consentito e così anche i correlati flussi informativi che ne permettono l'estrinsecazione, è importante dare conto, da un lato, che quel percorso sull'interesse sociale si incentra su un piano di pura *facoltà* degli amministratori di dare corso alle interazioni comunicative, ma non di doverosità; dall'altro, in linea con quanto parimenti è emerso, lo stesso concetto, come del resto appare inevitabile, è suscettibile di lasciare ampi margini di discrezionalità interpretativa circa la sua sussistenza nei vari casi concreti, non esistendo degli assunti costanti e immutabili per cui i dialoghi con certi investitori rispondano per definizione a siffatto interesse ⁽³¹⁾.

Sono proprio questi due profili che rendono assai necessaria la ricerca di altre e più sicure deroghe *ex lege*, magari anche idonee a consentire di confortare la tesi di un dovere gestorio pure al di fuori delle materie di competenza dell'assemblea straordinaria. In questo senso, si muoverà dalla ricerca di una tale posizione giuridica nell'ambito dei generali e trasversali principi di corretta amministrazione e del dovere di agire informati, sino a giungere all'esame della disposizione sulla politica di impegno degli investitori professionali.

3.1. Un'interpretazione dubitativa in ordine all'utilizzo dei principi di corretta amministrazione e del dovere di agire informati.

Occorre prendere in considerazione i principi di corretta gestione di cui all'art. 2086, comma 2, c.c. per accertare se essi possano essere impiegati al fine di fondare un *dovere* degli amministratori di dialogare con i soci rilevanti. In sostanza sembra potersi sostenere che il dovere di istituire assetti organizzativi e amministrativi adeguati non riguardi la modalità concreta di implementazione degli stessi, nel senso che non è affatto

⁽³¹⁾ Eccettuato quanto spiegato *supra*, in questo capitolo, sez. 2.

obbligatorio per gli amministratori dialogare con gli azionisti, perché nella loro *discrezionalità amministrativa* ben potrebbero ritenere di determinarsi diversamente, sicché risulta arduo fondare un dovere sulla base di questo argomento. Per un'ulteriore conferma dell'osservazione appena svolta, si può considerare che sembra preferibile la tesi in base alla quale gli assetti rientrano normalmente nell'ambito di applicazione della *business judgment rule* e quindi nella discrezionalità dell'agire gestorio, proprio perché elementi che presentano un carattere imprenditoriale e più strettamente amministrativo ⁽³²⁾.

Anche il dovere degli amministratori di agire informati potrebbe fornire soltanto una soluzione parziale all'obiettivo di configurare un dovere di flussi informativi selettivi, perché si espone all'obiezione che quello di cui all'art. 2381, ultimo comma, c.c. è un dovere di *informarsi*, ma non già di informare, sicché resterebbe immutato il problema con riferimento a tutti i dialoghi *reattivi*, ove sono gli azionisti a inviare richieste di informazione agli amministratori e non viceversa.

Sempre nella prospettiva di appurare il fondamento di un dovere degli amministratori al riguardo, è ineludibile affrontare anche il tema della riserva di esclusiva competenza gestoria ⁽³³⁾, perché se risponde al vero che essa non abbia portata impeditiva dei dialoghi con gli azionisti ⁽³⁴⁾, si deve evidenziare che questo può affermarsi solo in relazione a una

⁽³²⁾ In questa direzione si possono leggere CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, in *Trattato di diritto commerciale*, fondato da Costi e diretto da Buonocore, Sez. IV, Tomo 4.VI*, Torino, Giappichelli, 2019, 301; STELLA RICHTER jr, *In principio sono sempre le funzioni*, in *Riv. soc.*, 2019, 30 ss., ma limitatamente alle imprese di diritto comune; MAUGERI, *Note in tema di doveri degli amministratori nel governo del rischio di impresa (non bancaria)*, in *Orizz. dir. comm.*, 2014, 3 ss.; BENEDETTI, *L'applicabilità della business judgment rule alle decisioni organizzative degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2019, 432 ss. FORMISANI, *Business Judgment Rule e assetti organizzativi: incontro (e scontri) in una terra di confine*, in *Riv. soc.*, 2018, 482 ss. In ambito di crisi di impresa si v. lo studio monografico di BARCELLONA, *Business Judgment Rule e interesse sociale nella "crisi". L'adeguatezza degli assetti organizzativi alla luce della riforma del diritto concorsuale*, Milano, Giuffrè, 2020, 51 ss. Di diverso avviso è invece MONTALENTI, *Impresa. Società di capitali. Mercato finanziario*, Torino, Giappichelli, 2017, 286, il quale distingue il dovere di istituire assetti adeguati rispetto al dovere di diligenza, ritenendo coperto dalla *business judgment rule* solo il secondo.

⁽³³⁾ Già *supra*, cap. 2, si era dato conto della superfluità di esaminare all'inizio e così dell'utilità di rinviare al successivo "cuore" della trattazione i profili relativi alla verifica circa la compatibilità del controllo asimmetrico degli azionisti con la struttura corporativa, e segnatamente amministrativa, della s.p.a. A questo punto è ancora più evidente che per fornire risposte in relazione ai medesimi si debba entrare nella disamina dettagliata delle varie posizioni giuridiche soggettive che si combinano al controllo, tanto dal lato degli amministratori quanto da quello della società. Ecco che i detti aspetti non avrebbe avuto senso trattare nel cap. 2 come profili di vertice, perché a quello stadio della trattazione sarebbero mancati gli elementi per fornire una risposta adeguata.

⁽³⁴⁾ Si cfr. GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, cit., 84 ss.

facoltà in tal senso ⁽³⁵⁾. Nel momento in cui però si riuscisse a configurare un simile *dovere* degli amministratori è chiaro che lo stesso in quanto tale dovrebbe essere posto in relazione all'art. 2380-*bis*, comma 1, c.c. per verificare se sia o meno (in)compatibile rispetto a esso. Pare che risulti estremamente complesso e forse poco convincente argomentare una deroga al richiamato principio con riferimento a tutti quei casi in cui non si riesca a far discendere, espressamente o implicitamente, da una norma di legge il dovere di dialogare, ma lo si tragga da principi molto ampi, quasi delle clausole generali, quali appunto il dovere di predisporre assetti adeguati.

E questo in quanto un dovere del genere probabilmente incide sull'esercizio procedimentale del potere gestorio, ancorché poi gli amministratori, almeno dal punto di vista formale, restino liberi di non dare seguito a quanto i soci domandano loro di effettuare. Secondo questa impostazione, anche una richiesta di informazione proveniente dai soci, finirebbe per porsi in frizione rispetto al potere di gestione in senso stretto, ove fosse tale da condizionare anche solo una fase del complesso *iter* di esercizio del potere amministrativo, seppure non si tratti di quella strettamente esecutiva, comunque si registrerebbe un vincolo all'agire degli amministratori.

Altrimenti detto, le deroghe alla riserva esclusiva di competenza dei gestori sembrano possibili, ma solo se espresse da parte dello stesso legislatore, salvo il limitato settore delle competenze assembleari implicite, in cui però non si tratterebbe di un controllo solo informativo, ma di un controllo in senso decisivo e l'informazione sarebbe strettamente necessaria per deliberare, il che sposta il problema rispetto all'informazione asimmetrica, visto che si rientrerebbe nella collegialità propria dell'assemblea. Queste considerazioni inducono a propendere nel senso di escludere il dovere al di fuori di specifiche disposizioni di legge, lasciando semmai spazio a una sola facoltà gestoria, ove sia possibile derogare al regime informativo paritario.

⁽³⁵⁾ Del resto, la dottrina che più ampiamente se ne è occupata non si pone tendenzialmente il problema del *dovere* di dialogare, ma assume per presupposto che si possa trattare solo di una *facoltà* e che occorra comprendere se essa esista ed eventualmente a quali limitazioni sia soggetta. *Supra*, nt. 34.

3.2. La valorizzazione della policy di engagement di cui all'art. 124-quinquies t.u.f. per legittimare un dovere gestorio di dialogo reattivo con gli investitori professionali.

Per gli investitori istituzionali si dovrà fare leva sul già citato art. 124-quinquies t.u.f. ⁽³⁶⁾, in modo ancora maggiore di quanto in realtà abbia fatto la dottrina che se ne è occupata ⁽³⁷⁾, norma che dovrebbe indistintamente applicarsi sia all'informazione privilegiata che a quella differente, seppure con sfumature diverse.

La disposizione *de qua* “supererebbe” il principio paritario anche a livello di ordinamento azionario comune ⁽³⁸⁾, di talché se un investitore istituzionale domandasse di dialogare vi sarebbe una facoltà, o meglio un vero e proprio dovere dei gestori di darvi corso ⁽³⁹⁾, ma se a chiederlo fosse un soggetto differente (ad esempio un investitore *retail*) non si configurerebbe alcun dovere dell'ufficio amministrativo. Questa ricostruzione richiede chiaramente di individuare nell'art. 124-quinquies t.u.f. una *ratio* anche (se non esclusivamente) a presidio dei profili endosocietari, essendo in caso contrario verosimilmente precluso l'assorbimento del principio paritario proprio dell'ordinamento azionario generale, per le ragioni già sopra spiegate circa la necessaria comunanza di funzione delle norme regolanti un'identica fattispecie ai fini della consumazione ⁽⁴⁰⁾.

In questo ordine di considerazioni, è interessante notare come la *policy* di *engagement* recepita a livello interno dalla richiamata disposizione risponda alla logica propria del diritto societario tradizionale di matrice codicistica, più che a quella dei mercati finanziari, atteso che vengono attribuiti dei diritti/doveri ai soci con lo scopo di innescare un controllo e una pressione sull'operato dei gestori. Talvolta si registra quindi una commistione di finalità in alcune norme dettate dall'ordinamento dei mercati regolamentati, che oltre a quel connotato propriamente extrasocietario, hanno anche e soprattutto una

⁽³⁶⁾ Si cfr. *supra*, cap. 1, §§ 7 e 8. Sulla disposizione si v. lo scritto di CORGATELLI, *La disciplina della stewardship: profili ricostruttivi*, in *Banca, impr., soc.*, 2023, 453 ss.

⁽³⁷⁾ Si v. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori con gli azionisti dopo il Codice di Corporate Governance*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, I, 695 ss. e MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2021, 1353 ss.

⁽³⁸⁾ Sul punto si v. anche PRESCIANI, *La trasparenza degli azionisti istituzionali di società quotate*, Torino, Giappichelli, 2020, *passim*, secondo cui non vi sarebbe antinomia tra una simile previsione e il principio di parità di trattamento tra gli azionisti. In ordine all'ammissibilità di trattamenti differenziati tra azionisti al dettaglio e investitori professionali si cfr. STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, cit., 414 e SANDEI, *Attivismo degli azionisti e nuove forme di partecipazione*, Milano, Giuffrè, 2016, 11 ss.

⁽³⁹⁾ Come si dimostrerà *infra*, in questo stesso sottoparagrafo.

⁽⁴⁰⁾ *Supra*, cap. 2, § 6.

valenza endosocietaria, sicché le diverse logiche sottese al Codice civile e al t.u.f. vengono talvolta a combinarsi e mescolarsi. È indubbio che la disposizione citata ne costituisce plasticamente l'esempio ⁽⁴¹⁾.

A seguito di questa riflessione ne esce confermato che l'art. 124-*quinquies* t.u.f. sia in grado di derogare al principio di parità dell'art. 92 t.u.f., perché dettato per i mercati finanziari, e contemporaneamente anche a quello di diritto comune, proprio perché vi è identità di *ratio* o comunque molteplicità di *rationes* che consente tale duplice deroga o assorbimento. Anche se, a ben vedere, questo risultato di sostenere che l'art. 124-*quinquies* t.u.f. deroga sia alla speciale parità dei mercati finanziari che a quella generale di diritto societario lo si sarebbe comunque ottenuto in relazione al diritto azionario comune semplicemente affermando che i dialoghi con gli investitori istituzionali hanno un effetto favorevole e che l'assenza di pregiudizio patrimoniale per gli azionisti discriminati a livello informativo è presente sia nel caso che si tratti di informazione *material* che negli altri casi ⁽⁴²⁾.

Si deve ora dimostrare come sia possibile passare dall'argomentazione che trae dalla norma sulla politica di impegno una deroga alla parità informativa *sub specie* di *facoltà* gestoria a quella che invece ritiene di rinvenire un più forte *dovere* degli amministratori non preesistente ma che si configura nel momento in cui vengono sollecitati al dialogo dagli investitori istituzionali, i quali, a loro volta, adempiono in via reattiva un *dovere*

⁽⁴¹⁾ In questo senso si v. GINEVRA, *Le società di capitali "aperte", tra codice civile e t.u.f.*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, I, 868 ss., segn. 878 s., che individua questa caratteristica nelle speciali previsioni concernenti azionisti e assemblea di s.p.a. quotate, che rispondono a un principio di efficienza, assolvendo alla necessità di rafforzare la partecipazione dei soci di minoranza al confronto tanto con gli amministratori quanto con i soci di riferimento; espressione di tale logica sarebbero anche le norme, quale quella di cui si tratta nel testo, volte a sollecitare la partecipazione *long term* degli investitori istituzionali, formulate a livello sovranazionale (si cfr. il *Libro Verde* della Commissione dell'aprile 2011, il successivo *Piano di Azione* del dicembre 2012 e poi la seconda direttiva sui diritti degli azionisti). Il cit. a. scrive in particolare quanto segue: «l'evidenziazione delle diverse logiche di codice civile e t.u.f. spinge tuttavia a una notazione. In particolare, sembra utile osservare che la tematica classica della configurazione normativa dei diritti dei soci in funzione di stimolare una spontanea pressione nei riguardi della diligente o efficiente gestione da parte degli amministratori *pare meglio sposarsi con la missione che si è vista tipica della normativa codicistica*, peraltro incentrata dal punto di vista ora in esame sulla modulazione del rapporto potere-rischio. Va avvisato tuttavia che alla medesima logica (più consueta al diritto societario tradizionale) sembrano potersi e doversi ascrivere le norme del t.u.f. o del diritto del mercato finanziario che guardano ai soci come strumento di prevenzione di condotte azzardate o illecite degli amministratori, fonte di danno diretto per gli emittenti e implicanti il potenziale tradimento degli investitori nonché più in generale il pregiudizio del mercato» (corsivo aggiunto).

⁽⁴²⁾ Ossia quelli delle *informazioni non privilegiate*, quindi non idonee a impattare sulle scelte di investimento e sui loro rendimenti, secondo quel particolare percorso argomentativo che si è condotto *supra*, in questa sezione, § 2.

(appunto quello di redigere la *policy* di *engagement*) “affievolito”, siccome basato sul meccanismo del *comply or explain*.

A fondamento di questa presa di posizione, pare utile e originale notare che il *non-comply* non possa essere necessitato dalla circostanza che gli amministratori non forniscano all’investitore le informazioni e l’*explain* non possa verosimilmente consistere nel solo mancato rilascio delle informazioni da parte degli amministratori, altrimenti la norma avrebbe dovuto essere formulata diversamente⁽⁴³⁾. Secondo questo ordine di idee è da valorizzare anche l’argomento testuale per cui l’art. 124-*quinquies* t.u.f. tratta di «scelta» dell’investitore istituzionale e non dell’organo amministrativo. A voler diversamente opinare la norma risulterebbe *inutiliter data*, ed è noto che si deve sempre privilegiare l’esegesi per mezzo della quale la disposizione abbia un senso piuttosto che quella in cui ne sia sprovvista⁽⁴⁴⁾.

Né del resto l’esistenza di un dovere dei gestori potrebbe mettersi in dubbio ed escludersi facendo leva sulla circostanza che gli investitori istituzionali non siano titolari di un diritto soggettivo, il quale ultimo sarebbe l’unica posizione giuridica alla quale può di converso corrispondere un dovere di un altro soggetto. Già si è detto che nel caso in esame ci si trovi di fronte a un dovere degli investitori professionali temperato, ma pur sempre di un dovere si tratta o al limite di un potere/dovere⁽⁴⁵⁾; ed è proprio sulla scorta di questo dovere degli azionisti istituzionali che può motivarsi l’esistenza di un dovere degli amministratori di fornire tali informazioni, affinché i primi non siano inadempienti rispetto alla redazione della politica di impegno.

A seguito di più estese riflessioni, si può notare che in sostanza la situazione e il problema che si pongono non sono dissimili dal punto di vista logico-giuridico rispetto a quello, già sopra affrontato, posto dall’art. 2381, comma 5, c.c. in relazione ai flussi

⁽⁴³⁾ E cioè se le informazioni vengono fornite dagli amministratori il *comply* è doveroso, salvo che si ricorra all’*explain*, per cause differenti dalla frapposizione di ostacoli al dialogo da parte degli amministratori.

⁽⁴⁴⁾ Si richiama nuovamente, in luogo di molti, TARELLO, *L’interpretazione della legge*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da Cicu e Messineo, continuato da Mengoni, Milano, Giuffrè, 1980, 64 ss.

⁽⁴⁵⁾ Di differente avviso è SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori con gli azionisti dopo il Codice di Corporate Governance*, cit., 719, nt. 74 e testo afferente: «Accertato che l’attivazione di un dialogo con gli amministratori si configura come un potere giuridicamente rilevante – e, specificamente per gli investitori istituzionali, come potere-funzione nell’interesse di terzi – è naturale ipotizzare la corrispondente esistenza [...] di *doveri* in capo agli *amministratori* cui la richiesta di dialogo si indirizza». Ed è anche sulla base della considerazione del potere che pone delle riserve sull’esistenza di un corrispondente dovere gestorio, ricordando che la situazione del dovere è propria di colui al quale è rivolto l’esercizio di un diritto soggettivo e non già l’esercizio di qualsiasi prerogativa ascrivibile alla categoria del potere.

informativi delle compagini controllate a favore degli amministratori delegati della controllante, affinché essi possano adempiere il dovere di riferire al consiglio di amministrazione delegante (e al collegio sindacale), sul generale andamento della gestione e sulla sua prevedibile evoluzione, nonché sulle operazioni di maggiore rilievo compiute dalla società e dalle sue controllate. Si tratta pur sempre della previsione di un dovere informativo in capo a un soggetto, che però non dispone di per sé delle informazioni che costituiscono oggetto di tale dovere e per averle si deve avvalere dell'ausilio di un altro soggetto che possiede queste informazioni ⁽⁴⁶⁾.

Un altro problema che potrebbe porsi e merita di essere esaminato è senz'altro quello di verificare se in caso di informazione privilegiata il richiamato art. 124-*quinquies* t.u.f. sia tale da consentire anche la deroga al reg. MAR indipendentemente dalla sussistenza della relativa *exemption* ⁽⁴⁷⁾, questione alla quale già si era accennato in sede di esame del carattere multi-ordinamentale della parità informativa ⁽⁴⁸⁾. Non sembra possa offrirsi risposta affermativa, perché la disposizione sulla politica di impegno lascia inevitabilmente trasparire che vi sono degli spazi per i dialoghi/flussi selettivi (del resto, diversamente argomentando, quella stessa norma sarebbe priva di alcuna utilità, come già si è scritto), ma proverrebbe troppo sostenere l'esistenza di una deviazione, peraltro implicita, alla disciplina sugli abusi di mercato.

A ciò consegue che se l'informazione è privilegiata resta comunque sempre necessario verificare la copertura dell'esenzione prevista dal reg. MAR e in assenza vi sarà il divieto di comunicare selettivamente, pena l'applicazione delle notevoli sanzioni. Resta cioè impregiudicato che il detto dovere discendente dalla citata norma debba essere esercitato nel rispetto della disciplina sugli abusi di mercato e che allo stesso modo resti fermo per le società quotate il principio paritario di diritto societario comune ⁽⁴⁹⁾, il che rende ragione di svolgere tutta la successiva analisi relativa all'informazione privilegiata ⁽⁵⁰⁾, perché quanto si trae dalla citata disposizione, oltre a essere limitato a questi particolari azionisti, non equivale certamente a un "liberi tutti".

Se tutto quanto scritto è in via tendenziale sostenibile con riferimento agli investitori istituzionali, sarà inevitabile domandarsi se e come mutino le soluzioni al mutare dei

⁽⁴⁶⁾ Sul punto si v. *supra*, cap. 2, § 4.1, ove si era trattato dei flussi informativi infragruppo.

⁽⁴⁷⁾ Su cui *infra*, in questa sezione, § 7.2.

⁽⁴⁸⁾ *Supra*, cap. 2, § 6.

⁽⁴⁹⁾ Sulle deroghe al medesimo ci si è già intrattenuti ampiamente *supra*, in questa sezione, § 2.

⁽⁵⁰⁾ *Infra*, in questa sezione, § 5 ss.

soggetti, e cioè che cosa accada se la richiesta di dialogo provenga da un investitore *retail* oppure dal socio di controllo o da un socio rilevante, che tuttavia non sia inquadrabile quale investitore professionale ⁽⁵¹⁾. Di questi profili ci si occuperà nei successivi paragrafi, ove si svolgerà un discorso più ampio e non limitato agli investitori istituzionali, ma riferito al socio di controllo e comunque agli azionisti rilevanti.

Si può qui solo anticipare che quantomeno per gli investitori *retail* singolarmente considerati sembra sussistere identità di soluzioni a prescindere dall'oggetto privilegiato o meno della comunicazione: anche nella remota ipotesi in cui si potesse rientrare nell'esenzione dalla disciplina del *market abuse* non vi sarebbe comunque una deroga al principio paritario dell'ordinamento comune, ma solo a quello dei mercati finanziari, in linea con quanto sopra spiegato; invece, ove l'informazione non fosse privilegiata non sussisterebbe il problema del reg. MAR, ma resterebbero comunque fermi il generale regime paritario che informa di sé il diritto societario e quello del mercato finanziario, e anche ove si arrivasse ad ammettere che questi non siano idonei a vietare interazioni selettive *richieste* dagli azionisti, ma impongano poi di dialogare con qualunque azionista lo richieda, condurrebbero a una soluzione in concreto non percorribile ⁽⁵²⁾ nelle società con un numero elevato di azionisti, in linea con quanto in precedenza precisato.

Possibili e auspicabili correttivi al delineato quadro si potrebbero rinvenire nell'impiego dell'autonomia statutaria, entro i limiti particolarmente delicati che si avrà modo di ricostruire ⁽⁵³⁾. Questa soluzione, che trova inevitabilmente la conclusione del sillogismo nell'autonomia privata, sembra essere estensibile anche alle società non quotate, con gli accennati problemi nel caso di *delisting* caratterizzato dalla permanenza degli investitori istituzionali nella compagine societaria, che non sembrano però risolvibili predicando l'applicazione analogica della disposizioni sulla politica di impegno al di fuori delle società "aperte", in quanto si tratterebbe di una soluzione frutto di un'eccessiva forzatura.

⁽⁵¹⁾ Sulla distinzione tra investitori istituzionali e gestori di attivi di cui all'art. 124-*quinquies* t.u.f. si v. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori con gli azionisti dopo il Codice di Corporate Governance*, cit., 698 s.

⁽⁵²⁾ Si tratta di quello che *supra*, cap. 2, § 5, è stato definito effetto "in positivo" del principio di parità informativa.

⁽⁵³⁾ *Infra*, in questa sezione, §§ 9, 9.1-9.4.

4. *Le deroghe momentanee alla parità informativa e il ripristino della stessa.*

Nell'ambito di una trattazione volta a ricostruire le eccezioni al principio di parità informativa deve anche essere approfondita la configurabilità di deroghe "temporanee", alle quali più volte nel corso di questo lavoro si è fatto cenno in modo dubitativo, rilevando che comunque non risolverebbero il problema in radice. Non si nega però che forse una qualche limitata utilità potrebbero avere e quindi, anche a livello sistematico, è utile occuparsene.

L'inesistenza di un *diritto* di ogni azionista a richiedere e ricevere informazioni selettivamente⁽⁵⁴⁾ implica che non vi sia un corrispondente *dovere* degli amministratori al riguardo, ma deve sottolinearsi che non determina necessariamente un divieto per i gestori di fornire tali informazioni, potendovi essere una loro facoltà al riguardo⁽⁵⁵⁾. E, infatti, un divieto non sussiste a condizione che questa comunicazione di informazioni venga effettuata contestualmente (o quasi) a tutti gli azionisti e, ove la società sia quotata e si tratti di informazione privilegiata, anche al mercato. A ben vedere, quindi il principio di parità informativa, quale specifica declinazione di quello della parità di trattamento, non implica un divieto assoluto di informare i soci, purché venga ripristinata la situazione paritaria.

Il problema però risiede nel comprendere quali siano le necessarie caratteristiche di questo ripristino, e cioè se debba avvenire in automatico, ossia senza alcuna istanza da parte degli azionisti che non sono stati destinatari dell'informazione, di talché ogni volta che gli amministratori comunicano selettivamente dovrebbero subito diffondere l'informazione alla generalità dei soci (e del mercato), oppure risulti indispensabile una specifica richiesta in tal senso da parte dei soci esclusi dall'informazione. La dottrina non ha particolarmente approfondito questo punto e le poche voci che si sono espresse lo hanno

⁽⁵⁴⁾ Soluzione che si è spiegato essere preferibile, considerata la base sociale normalmente ampia che caratterizza le società azionarie, visto che altrimenti il fenomeno non sarebbe gestibile da parte dell'organo amministrativo.

⁽⁵⁵⁾ Non sembra che il principio di parità informativa possa spingersi sino a imporre una pari negazione a tutti gli azionisti, secondo la seguente equazione: "mancanza di un diritto espresso di informazione di ogni azionista uguale divieto per gli amministratori di informare gli azionisti". In senso parzialmente differente si orienta D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, cit., 298 s., che distingue il caso in cui si ritenga sussistente un diritto di informazione del socio esternamente al contesto assembleare, da quello in cui tale diritto venga negato, fornendo di conseguenza soluzioni diverse a seconda che si versi nell'una o nell'altra ipotesi.

fatto nel senso di ritenere necessaria una richiesta di ripristino da parte degli azionisti ⁽⁵⁶⁾ e che diversamente non vi saranno conseguenze, anche se in sostanza la parità informativa è stata violata, oppure ipotizzando che a prescindere da una richiesta si debba procedere a una successiva diffusione collettiva ⁽⁵⁷⁾. Rimane peraltro da comprendere come quantificare il tempo tra le comunicazioni selettive e la loro *disclosure* alla generalità degli azionisti. Sembra che affinché il principio paritario non venga privato di efficacia (quantomeno al di fuori di espressi o impliciti indici che si possano trarre da fonti normative o regolamentari) sia preferibile ritenere necessaria una diffusione praticamente contestuale ai dialoghi selettivi, anche ove non si tratti di *inside information* ⁽⁵⁸⁾.

Quanto si è appena scritto è vero, ma limitatamente a quei casi in cui il ripristino del regime paritario mediante la comunicazione a *tutti* i soci sia consentito, in quanto non violi la riservatezza e non si ponga in contrasto con lo stesso interesse sociale, posto che un conto è fornire un'informazione sulla strategia gestoria ai soli soci di controllo o a quelli rilevanti, quali sono gli investitori istituzionali, e un altro conto è diffonderla a tutta la compagine sociale, cui corrisponderebbero effetti ovviamente diversi.

In questo senso, si consideri che in alcuni casi tale aspetto fa sì che agli amministratori non sia consentito comunicare indistintamente in favore di tutti i soci quello che intenderebbero comunicare al socio di controllo; si pensi, *inter alia*, ai piani industriali, alle strategie strettamente gestorie e via seguitando ⁽⁵⁹⁾, in quanto si esporrebbero a una responsabilità, violando i doveri di corretta gestione su di essi incombenti e in particolare l'interesse sociale, il che finirebbe per determinare un indiretto divieto di comunicazioni selettive, ove non si possa contestualmente (o quasi) comunicare le informazioni a tutti gli azionisti o quantomeno a quelli che richiedono tali informazioni inizialmente asimmetriche. L'idea si sostanzia in ciò: ove il ripristino della parità informativa non risulti

⁽⁵⁶⁾ Di questo avviso è ID., *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, cit., 299: «laddove il socio (presumibilmente il socio di maggioranza) riceva al di fuori del contesto assembleare notizie e informazioni sulla gestione sociale, il principio di parità impone agli amministratori di fornire le medesime informazioni a tutti gli altri soci *che ne facciano richiesta*, tanto in sede extra-assembleare, quanto nel corso della riunione assembleare» (enfasi aggiunta).

⁽⁵⁷⁾ Si cfr. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori con gli azionisti dopo il Codice di Corporate Governance*, cit., 747 s., secondo il quale «il conflitto tra parità di trattamento ed esigenze di opportunità del confronto può stemperarsi, in queste come in altre situazioni, ove l'avvenuto confronto, l'identità dei partecipanti e una sintesi delle informazioni scambiate [non privilegiate] siano oggetto di successiva *disclosure* a beneficio della generalità degli azionisti e del mercato».

⁽⁵⁸⁾ Analogamente si v. MARCHETTI, VENTORUZZO, *Il bon ton per parlare ai soci "impegnati"*, in *Corriere della Sera. L'economia*, 19 luglio 2021, 23.

⁽⁵⁹⁾ Secondo JAEGER, *Gli azionisti, spunti per una discussione*, in *Giur. comm.*, 1993, I, 42, non è possibile chiedere ai gestori di rivelare in anticipo piani e strategie aziendali.

possibile, a essere vietata è la stessa informazione selettiva, a meno che si riesca ad argomentare l'esistenza di una deroga al principio della parità informativa, per cui non è necessario ripristinare tale parità perché quel principio non opera in quel determinato caso.

In sostanza il principio di parità informativa, così inteso, non crea di per sé un divieto di comunicazioni selettive ⁽⁶⁰⁾, ma il punto è che in realtà se gli amministratori devono comunicare le informazioni nate come selettive a tutti gli altri azionisti, ne consegue che per vero non si tratta più di asimmetria informativa, ma di un'altra e diversa fattispecie. ⁽⁶¹⁾ A meno di non voler aderire a quella richiamata tesi, ovviamente predicabile solo quando non si tratta di informazioni privilegiate, in cui per ripristinare la parità informativa si deve attendere l'*eventuale* richiesta degli altri soci interessati e quindi potrebbero rimanere delle aree di asimmetria informativa vera e propria, perché magari non sempre gli azionisti chiedono informazioni al riguardo ⁽⁶²⁾.

È da evidenziare poi che il ripristino della parità informativa può avvenire, ma limitatamente alla più generale parità di trattamento non può dirsi totale, essendo sufficiente considerare che il socio rilevante ha avuto la possibilità di chiedere una certa informazione (scegliendo lui quale informazione avere) e gli amministratori hanno risposto, mentre il socio di minoranza, anche ove la parità informativa venisse ripristinata con la diffusione collettiva delle informazioni nate come selettive, non si vedrebbe riconosciuto il diritto di chiedere e ottenere informazioni su un aspetto gestionale da lui scelto. Non vi è pertanto un totale ripristino della parità di trattamento degli azionisti più ampiamente intesa, perché diversamente si tratterebbe di una soluzione incompatibile con l'essenza del tipo azionario, in genere caratterizzato da un numero ampio di azionisti, sicché se anche tutti quelli *retail* domandano informazioni, il fenomeno non è più gestibile e si giunge a creare una *impasse* societaria.

Ecco che tutte queste deroghe momentanee non risolvono però il problema, che resta sempre quello di appurare se esista un *diritto* di alcuni *azionisti* (ma non di tutti) di

⁽⁶⁰⁾ Eccettuato il caso appena visto in cui non si possa poi ripristinare la parità informativa comunicando a tutti i soci l'informazione inizialmente sorta come selettiva, a causa della riservatezza societaria.

⁽⁶¹⁾ La diversità sta nel fatto che non si tratta più di un'informazione selettiva, ma in sostanza diventa un'informazione collettiva, o meglio nasce come selettiva (e lo resta per un breve lasso di tempo) e immediatamente diventa collettiva. È un fenomeno differente che è possibile a prescindere dalla configurazione di una deroga alla parità informativa, proprio perché la parità informativa in radice violata viene subito ripristinata mediante la diffusione dell'informazione a tutti i soci.

⁽⁶²⁾ Anche se è da considerare che, essendo tali dialoghi svolti all'insaputa degli altri azionisti, affinché questi ultimi possano richiedere il ripristino della parità informativa è necessario che siano posti al corrente dello svolgimento delle comunicazioni selettive.

controllare l'operato dei gestori, chiedendo e ricevendo informazioni sull'amministrazione, senza tuttavia che tali informazioni debbano essere contestualmente (o quasi) diffuse alla collettività degli azionisti, perché questo diritto si pone in deroga alla parità informativa; oppure se sia configurabile una *facoltà* degli *amministratori* di comunicare a loro discrezione informazioni a certi azionisti, ma non a tutti. Il discorso della facoltà prescinde dalla posizione giuridica soggettiva degli azionisti, in capo ai quali corrispondentemente e simmetricamente non vi è un diritto, ma semmai una mera aspettativa di fatto di ricevere informazioni non coercibile in alcun modo.

5. *I flussi informativi di carattere preventivo aventi ad oggetto operazioni amministrative non rientranti nelle materie assembleari.*

A seguito dell'esame delle deroghe al principio di parità informativa nel diritto societario generale e avendo trattato del caso speciale in cui è configurabile un dovere degli amministratori di comunicazioni selettive reattive con gli investitori istituzionali ⁽⁶³⁾, oltreché a quello relativo alle materie assembleari, è giunto il momento di ricercare l'esistenza di deroghe al principio di parità informativa dell'ordinamento dei mercati finanziari avuto riguardo a tutta la casistica non trattata, sempre nel rispetto della tassonomia preliminarmente tracciata ⁽⁶⁴⁾. Nel fare ciò si prenderanno dapprima in considerazione le ipotesi in cui l'informazione presenti natura privilegiata e successivamente quelle ove questa caratteristica non ricorra ⁽⁶⁵⁾. Si tratta quindi anzitutto di individuare se per il controllo gestorio degli azionisti nella sua dimensione asimmetrica possano darsi delle eccezioni atte a soppesare la tutela dell'integrità del mercato con il buon governo societario, così da superare il generale divieto di comunicazione di *material information* ai soli azionisti rilevanti.

La prima ipotesi che si prende in esame è quella relativa alla consultazione *preventiva* in ordine a operazioni gestorie che non siano di competenza dell'assemblea dei soci, il che implica essenzialmente la circolazione di informazioni privilegiate. Alla luce della trattazione che si è sopra svolta è opportuno escludere la configurabilità di un dovere e

⁽⁶³⁾ Il quale rappresenta una deroga a entrambe le declinazioni ordinamentali del principio *de quo*.

⁽⁶⁴⁾ Il punto risiede nel comprendere se al di fuori delle operazioni straordinarie di competenza assembleare (alle quali è stato dedicato il cap. 3, sez. 2, proprio in ragione della loro specialità) e degli altri casi finora esaminati, si possa rinvenire una facoltà degli amministratori di comunicare in via asimmetrica.

⁽⁶⁵⁾ *Infra*, in questa sezione, § 8.

deve essere per differenza ricondotta esclusivamente a una *facoltà* dei gestori, nel senso che l'omissione di siffatta informativa non potrebbe essere impeditiva della realizzazione dell'operazione e quindi neppure foriera degli effetti potenzialmente pregiudizievoli che deriverebbero dal blocco da parte degli azionisti di rilievo.

Mette conto succintamente rilevare come si potrebbe essere per vero tentati di pensare che pure in tal caso dalla mancata consultazione dei soci di riferimento potrebbe derivare un potenziale danno dovuto al dissenso successivo al compimento dell'operazione gestoria e così, richiamando quanto scritto in relazione alle materie assembleari, argomentare l'esistenza di un dovere informativo selettivo ⁽⁶⁶⁾. Ciò non pare però corretto, in quanto il profilo della potenzialità del pregiudizio, che ben potrebbe sussistere anche in detta ipotesi, è qui solamente idoneo a fondare un'eventuale facoltà di avviare la detta consultazione, sempreché in ossequio all'ordinamento societario e al reg. MAR: questo in quanto in relazione alle fattispecie in esame a voler offrire una ricostruzione differente si finirebbe per violare l'assioma di cui all'art. 2380-*bis* c.c. in base al quale, è notorio, la gestione spetta esclusivamente agli amministratori ⁽⁶⁷⁾.

Effettuata tale qualificazione e svolte le connesse precisazioni, è ora necessario vagliare come questa facoltà si raccordi con la disciplina dettata dall'ordinamento dei mercati finanziari, atteso che un flusso informativo quale quello in esame avrà per antonomasia ad oggetto informazioni di natura privilegiata. Il problema risiede nell'esito che può avere la verifica circa la compatibilità della disciplina dei sondaggi di mercato di cui già si è visto in relazione a una fattispecie ove la mancanza di competenza assembleare determini in realtà il venire meno di quella necessità funzionale di consultazione che è

⁽⁶⁶⁾ Diversamente sembrerebbe doversi revocare in dubbio anche la base logico-giuridica della ricostruzione che si è impiegata per munire di doverosità i flussi informativi selettivi nei casi in cui il passaggio assembleare risulti obbligato, ossia in sostanza l'effetto potenzialmente pregiudizievole (si v. *supra*, in questo capitolo, sez. 2, § 4, nonché la nt. successiva).

⁽⁶⁷⁾ Individuando un dovere anche in queste fattispecie gli amministratori verrebbero configurati alla stregua di meri mandatari pienamente subordinati ai loro mandanti, il che non è ovviamente ammissibile. Infatti, il danno imputabile agli amministratori relativamente alle operazioni gestorie non assembleari non potrà mai trovare la sua scaturigine causale nel mancato rispetto di un inesistente dovere di raccogliere il consenso dei soci rilevanti prima di compiere l'operazione che di volta in volta venga in rilievo, ma solamente nella circostanza che la loro scelta fosse, lo si dice per inciso e con sintesi estrema, *ex ante* manifestamente irragionevole. Diversamente si ricadrà sotto l'egida della *business judgment rule*, sicché nessun dovere potrà dirsi essere stato violato. Tutto quanto rilevato non è però idoneo a menomare la tesi sostenuta in questo scritto relativamente alla doverosità della consultazione asimmetrica preliminare in relazione alle materie di competenza dell'assemblea dei soci, atteso che ivi la doverosità è predicabile proprio perché la decisione è lasciata in mano ai soci *ex lege* ovvero sulla base delle autorizzazioni richieste statutariamente.

sottesa alla disciplina in esame, posto che in ogni caso l'operazione verrebbe a essere approvata anche senza il consenso dei soci di riferimento.

La soluzione dovrà rinvenirsi nella verifica della sussistenza dell'interesse sociale all'effettuazione di una simile comunicazione. Data l'ampiezza del concetto cui si è già fatto riferimento appare francamente difficile fornire una risposta negativa, in quanto la verifica della posizione dei richiamati soci avrà comunque la funzione di scongiurare un dissenso successivo che potrebbe incrinare il rapporto fiduciario corrente tra soci e amministratori. Volendo diversamente argomentare, si giungerebbe in realtà per concludere che nell'ambito della presente analisi la disciplina dei sondaggi di mercato potrebbe trovare applicazione solamente per le materie assembleari, il che francamente parrebbe eccessivo, anche perché il legislatore se così avesse inteso disciplinare la materia avrebbe dovuto specificarlo nella nozione, senza limitarsi a fare un ampio riferimento «a uno o più potenziali investitori».

Un argomento in senso contrario non è dato desumere neppure dal concetto di ragionevole necessarietà di cui all'art. 11, par. 2, reg. MAR, posto che qui il legislatore sovranazionale fa riferimento a due circostanziati casi, ossia all'offerta pubblica di acquisto ovvero alla fusione. In questa direzione si consideri pure che chi tra i commentatori ha inteso valorizzare tale elemento lo ha fatto a livello più generale e non limitato esclusivamente alle due richiamate fattispecie, finendo per interpretarlo quale rispondenza all'interesse sociale ⁽⁶⁸⁾.

Ove si intendesse fuoriuscire dalla disciplina dei sondaggi di mercato e così verificare la legittimità di una simile condotta, ossia quella oggetto di questo sottoparagrafo, a livello più ampio dovrebbe comunque saggiarsi, al fine di poter comunicare lecitamente le informazioni privilegiate, se ricorra l'esenzione di normalità di cui all'art. 10, par. 1, reg. MAR intesa, come si dirà meglio innanzi, alla stregua di stretta necessità ⁽⁶⁹⁾. In aderenza

⁽⁶⁸⁾ In questo senso si v. MONTALENTI, *L'informazione nei gruppi societari*, in Id., *La società per azioni. Tradizione, attualità e prospettive*, Milano, Giuffrè, 2007, 313; STRAMPELLI, *L'informazione societaria a quindici anni dal t.u.f.: profili evolutivi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2014, 1043; ID., *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, cit., 410; nonché nella letteratura tedesca, per ogni altro, FLEISCHER, *Investor Relations und informationelle Gleichbehandlung im Aktien-, Konzern- und Kapitalmarktrecht*, in *ZGR*, 2009, 521 ss. Si consideri poi che ove si trattasse, ai fini della ricostruzione dell'ambito di applicazione della disciplina *de qua*, di sola fattibilità dell'operazione in senso stretto, anche in relazione alle materie assembleari di cui si è trattato in precedenza dovrebbe escludersi la possibilità di includere tra i destinatari del sondaggio gli investitori istituzionali, ove esista un socio di controllo; il che sembra da respingere.

⁽⁶⁹⁾ Così pure F.M. MUCCIARELLI, LOMBARDO, *Market Soundings: The Interaction between Securities Regulation and Company Law in the United Kingdom and Italy*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2019, 310 ss.;

rispetto a quanto già si spiegava, la difficoltà di ricostruire una nozione così sfumata dovrebbe lasciare propendere anche in un'ottica di certezza giuridica nel senso di applicare l'art. 11 reg. MAR, che, essendo strutturato su una tecnica presuntiva della legittimità del flusso informativo connotato dal detto scopo, risolve in nuce vari problemi ⁽⁷⁰⁾. In questo modo risulterebbe integrata una deroga al principio *ex art. 92 t.u.f.*, oltretutto alla disciplina in materia di abusi di mercato.

6. Alcune preclusioni alla comunicazione preventiva di informazioni contabili e prospettive: il black-out period.

È finanche ovvio che l'interesse degli azionisti rilevanti a ricevere informazioni selettive di tipo *preventivo* ⁽⁷¹⁾ non sia esclusivamente limitato a quelle relative a operazioni societarie ancora da realizzare, ma potrebbe riguardare anche informazioni contabili e prospettive, le quali parrebbero avere carattere privilegiato, alla stregua di quanto già chiarito.

A venire anzitutto in rilievo sono le informazioni riguardanti dati di tipo economico, patrimoniale o finanziario che costituiranno la base su cui si innesterà l'informazione periodica *ex art. 154-ter t.u.f.* ⁽⁷²⁾. In questo ambito, le posizioni dottrinali sono concordi nell'affermare che non vi sia spazio per le comunicazioni a favore degli azionisti di controllo o comunque rilevanti, visto che non sussiste alcuna ragione di anticiparle solo a favore di alcuni soci prima della loro generale diffusione ⁽⁷³⁾; a ciò si aggiunga che l'elaborazione di queste situazioni contabili costituirebbe un dovere per i gestori e quindi non potrebbe farsi riferimento alla causa giustificativa della potenziale dannosità per il

nonché ANNUNZIATA, VENTORUZZO, *L'armonizzazione europea del diritto delle società per azioni quotate*, in *Diritto societario europeo e internazionale*, diretto da Benedettelli e Lamandini, Torino, Utet, 2016, 412.

⁽⁷⁰⁾ Con ciò non si intende negare che, vista l'assimilabilità della finalità a quella del *market sounding*, si possa comunque rientrare nell'esenzione di normalità, anche laddove non si volesse applicare la formalistica procedura dell'art. 11 reg. MAR.

⁽⁷¹⁾ *Supra*, cap. 3, sez. 1, § 1.2. Si vuole precisato che il carattere *preventivo* della comunicazione nel caso delle informazioni contabili (ossia dell'informazione periodica) e di quelle prospettive attiene alla circostanza che siano comunicate in modo asimmetrico *prima* della loro diffusione generalizzata secondo le scadenze ordinariamente previste per la pubblicazione a favore dell'intero mercato finanziario ovvero della loro comunicazione al pubblico *ex art. 17 reg. MAR* ove siano privilegiate. In questi casi, pertanto, il termine di riferimento dell'antiorità è costituito dalla pubblicazione delle informazioni e non dalla realizzazione di una certa operazione societaria.

⁽⁷²⁾ *I.e.* la relazione finanziaria annuale e quella semestrale, nonché i relativi allegati.

⁽⁷³⁾ Si v. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, cit., 56.

patrimonio sociale e la redditività delle azioni, diversamente da quanto accade per un'operazione straordinaria che in conclusione si scontri con l'opposizione di un veto assembleare e segnatamente da parte del socio di riferimento ⁽⁷⁴⁾.

Sembra potersi affermare con un certo grado di sicurezza che nello spazio temporale prossimo alla diffusione di queste informazioni ⁽⁷⁵⁾, e si pensi al riguardo all'assemblea generale degli azionisti o alla pubblicazione delle relazioni finanziarie periodiche, la soluzione negativa alla *selective disclosure* si imponga in base alla disciplina dell'eccezione di cui all'art. 10 reg. MAR, visto che risulterebbe difficile affermare la sussistenza della "stretta necessità" richiesta ai fini di applicare il relativo regime derogatorio ⁽⁷⁶⁾.

Una simile soluzione dovrebbe poi potersi estendere senza troppi problemi anche alle informazioni non privilegiate, quali ad esempio la modalità di nomina degli amministratori oppure la remunerazione dei medesimi, perché non si comprenderebbe quale potrebbe essere l'interesse sociale di ricevere selettivamente queste informazioni e poi dialogare in ordine al contenuto delle medesime, quando a stretto giro si terrà l'assemblea. Vengono qui forse in rilievo gli equilibri nell'assetto corporativo della società quotata, in senso impeditivo di tale pratica, e non invece allo scopo di verificare gli effetti concreti sull'organo assembleare e sul suo peso; diversamente da quanto accaduto in relazione ai patti parasociali, visto che questi ultimi intercorrono tra certi soci, mentre gli amministratori non hanno alcun ruolo, al netto di quello eventuale relativamente ai sindacati di gestione ⁽⁷⁷⁾.

In relazione a questa informazione privilegiata vi è anche un'argomentazione in più: la soluzione negativa alla comunicazione asimmetrica trova conferma nel c.d. *black-out period* ⁽⁷⁸⁾, sul quale è utile svolgere alcune considerazioni. Si tratta infatti di uno *spatium temporis* in cui non solo si impone a qualsiasi *insider* un divieto di negoziazione dei titoli della società, ma, per quanto maggiormente interessa ai fini dell'analisi, gli

⁽⁷⁴⁾ Per un accenno a questa soluzione si v. MAUGERI, *Gruppi di società e informazioni privilegiate*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 908, nt. 3.

⁽⁷⁵⁾ Già si è chiarito che pure le informazioni periodiche, malgrado riguardino il passato, presentano anche dei profili prospettici (arg. ex art. 154-ter t.u.f.).

⁽⁷⁶⁾ Su cui si tornerà più estensivamente *infra*, in questa sezione, §§ 7, 7.1 e 7.2.

⁽⁷⁷⁾ Si intende sostenere che mentre i patti parasociali non possono dirsi limitativi dell'assemblearità dei soci e in grado di incidere sull'assetto corporativo della compagine, e quindi non sono preclusi, lo stesso non vale per le comunicazioni di dati effettuate in prossimità della loro diffusione collettiva.

⁽⁷⁸⁾ E questo anche se in realtà il *black-out period* pare riguardare prevalentemente l'informativa contabile (ossia quella periodica), che deve essere pubblicata secondo certe scadenze di legge e non quella prospettica, che è verosimilmente privilegiata, ma deve essere comunicata continuamente. Nulla però vieta che la logica sottesa a questi periodi si estenda anche all'informazione previsionale, nel senso che quest'ultima ove ne sia stata ritardata la pubblicazione per un certo periodo non avrebbe senso di essere comunicata poco prima della fine del periodo di ritardo.

amministratori e il *management* hanno bisogno di limitare la loro interazione con il pubblico a causa della conoscenza di *inside information*. In genere, questo si applica a un periodo in cui i detti soggetti dispongono di conoscenze sulle notizie societarie che non sono state pubblicamente diffuse. Tali periodi di silenzio risultano funzionali a scongiurare il potenziale rischio che vengano divulgate selettivamente informazioni non pubbliche; in tal senso nei periodi di *black-out* si preclude a qualsiasi *insider* di fare commenti, o anche implicazioni non intenzionali, che indurrebbero gli investitori a modificare le loro posizioni *anteriormente* alla diffusione al pubblico di qualsiasi informazione.

Questi momenti si individuano naturalmente prima delle assemblee degli azionisti, nonché antecedentemente alla pubblicazione delle relazioni trimestrali sull'andamento della compagine societaria o anche, più in generale, della diffusione di informazioni *price sensitive* ⁽⁷⁹⁾. A ciò si aggiungano anche le fattispecie in cui si abbiano offerte pubbliche iniziali e finanziamenti ⁽⁸⁰⁾.

Da notare che, per quanto interessa il contesto italiano ed europeo, vi è una disciplina abbastanza rigida. In particolare, il reg. MAR ha previsto il divieto per le persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione di porre in essere operazioni per proprio conto oppure per conto di terzi, direttamente o indirettamente, relative agli strumenti finanziari dell'emittente in un periodo di chiusura di trenta giorni di calendario prima dell'annuncio di un rapporto finanziario intermedio o di un rapporto di fine anno che l'emittente è tenuto a rendere pubblici (si tratta dei *closing period*) ⁽⁸¹⁾, lasciando desumere che il *dies a quo* dal quale scatta il blocco delle comunicazioni dovrebbe individuarsi nel trentesimo giorno precedente la pubblicazione.

Questo tipo di disciplina pone però numerosi problemi stanti le specificità di ogni società, sicché sarebbe forse maggiormente opportuno evitare l'adozione di una

⁽⁷⁹⁾ Più precisamente si tratta del periodo tra la fine di un semestre finanziario e il giorno in cui i risultati semestrali vengono rilasciati al pubblico, nonché il periodo prima che vengano divulgate notizie *material* sulla società.

⁽⁸⁰⁾ È interessante notare che nel diritto statunitense i periodi di *black-out* sono stati chiaramente e puntualmente oggetto di disciplina da parte della SEC (*Securities Exchange Commission*) con riferimento alle IPO e ai finanziamenti, al chiaro scopo di precludere agli analisti che si occupano dell'operazione (ad esempio che lavorano per i banchieri d'investimento sull'accordo di finanziamento) di redigere *research reports* che potrebbero influenzare il prezzo delle azioni durante un periodo di tempo definito (si cfr. lo specifico regolamento SEC in materia). Lo stesso non può dirsi, seppure in riferimento al considerato ordinamento, per la disciplina di questi periodi di silenzio trimestrale, che costituiscono da sempre uno spazio interstiziale di difficile individuazione.

⁽⁸¹⁾ Si cfr. l'art. 19, par. 11, reg. MAR, nonché per un commento BORSA ITALIANA S.P.A., *Avviso n. 13293. Emittenti STAR: chiarimenti impatto MAR*, 4 luglio 2016, 1 s., disponibile su www.borsaitaliana.it.

regolamentazione *standard* e quindi rigida, privilegiando di contro approcci topici volti a valorizzare ogni singolo caso concreto: a titolo esemplificativo, se gli amministratori e il *management* sanno che già durante il quinto mese del semestre saranno in grado di conoscere i risultati è forse maggiormente opportuno dare inizio al *quiet period*. Sarà dunque preferibile che sia il servizio di *investor relations* a supporto dell'organo amministrativo a dover porre in atto mirate politiche per i periodi di silenzio (semestrali, o trimestrali nel caso eccezionale in cui si redigano le relative relazioni ai sensi dell'art. 154-ter t.u.f. o comunque anteriormente alle assemblee degli azionisti), visto che durante questi lassi di tempo gli investitori verosimilmente chiederanno notizie su come stanno andando le cose nel semestre, con l'intenzione di ottenere alcune informazioni anticipate prima del rilascio delle relazioni.

È rilevante notare che la stessa soluzione preclusiva dei flussi selettivi è stata dalla dottrina proposta anche in relazione alla diversa (ma comunque correlata) informazione prospettica, vale a dire documenti previsionali o piani industriali, finanziari e strategici, la cui redazione e approvazione è di esclusiva spettanza del consiglio di amministrazione, la quale non sia stata diffusa al pubblico, perché ancora non ritenuta pienamente privilegiata⁽⁸²⁾ oppure in base alla procedura del ritardo: l'argomentazione a sostegno di tale posizione è che simili flussi informativi non ricadrebbero nell'eccezione *ex art. 10 reg. MAR*, appunto difettando la stretta necessità⁽⁸³⁾. In tali casi la comunicazione selettiva secondo alcuni dovrebbe sicuramente escludersi quando a venire in rilievo siano le informazioni privilegiate, seppure con tutti i dubbi connessi alla qualificazione in questo senso in precedenza esaminati⁽⁸⁴⁾.

⁽⁸²⁾ Del resto, anche se fossero informazioni non privilegiate, seguendo il ragionamento che si svolgerà più avanti (volto a trarre dall'eccezione un principio generale applicabile talvolta anche alle informazioni non *material*), neppure in quel caso si potrebbe trovare una deroga alla parità informativa *ex art. 92 t.u.f. Infra*, in questa sezione, § 8.

⁽⁸³⁾ Si fa riferimento alla posizione di MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, cit., 56, la quale scrive che «anche ragionando in termini di facoltà degli emittenti, e non necessariamente di obbligo, di pubblicare le informazioni previsionali, il principio di *equal access to information*, al quale la *market abuse regulation* è ispirata, suggerisce di precludere che le stesse possano essere oggetto di comunicazione selettiva. Solo dopo l'eventuale comunicazione al mercato sarà consentito agli amministratori presentare queste informazioni finanziarie a carattere previsionale in occasione di incontri con investitori e analisti finanziari».

⁽⁸⁴⁾ *Supra*, cap. 3, sez. 1, §§ 1 e 1.1. Per la soluzione negativa si v. MAUGERI, *Gruppi di società e informazioni privilegiate*, cit., 908, nt. 3, il quale però pare ammettere in questi casi flussi selettivi solo ove i dati previsionali non abbiano ad oggetto informazioni *price sensitive*: «[si può] al più discutere se il flusso preventivo sia attivabile ove i piani non contengano simili informazioni e la comunicazione sia immaginata al fine di alimentare il rapporto fiduciario esistente tra azionista di controllo e amministratori, e allora in una logica di stabilità della conduzione gestoria».

Orbene, il passaggio logico ulteriore che si può compiere rispetto allo stato dell'arte sull'argomento è il seguente: se, come visto, è pacifico che nello spazio temporale immediatamente prossimo alla diffusione di queste informazioni contabili, la soluzione negativa si impone sulla base del *black-out period*, al contrario il problema non sembra risolvibile in senso negativo e così accantonabile, quantomeno senza prima svolgere considerazioni abbastanza approfondite, con riferimento all'informazione *previsionale* che viene redatta in ossequio al principio di corretta gestione societaria in periodi anche diversi da quelli della pubblicazione dell'informazione periodica ⁽⁸⁵⁾.

Visto che questi dati previsionali vengono elaborati internamente alla società a cadenze probabilmente più ravvicinate di quelle previste per le reazioni finanziarie (soprattutto a seguito della soppressione del generale obbligo delle relazioni trimestrali), nelle ipotesi in cui ci si trovi temporalmente lontano dalla pubblicazione dell'informazione periodica *ex art. 154-ter t.u.f.* e quindi fuori dal *black-out period* la domanda da porsi è se sia possibile effettuare comunicazioni selettive aventi ad oggetto tali dati e quindi dirsi ricorrente l'*exemption* di cui al reg. MAR.

Verosimilmente il punto nodale della questione a questo riguardo risiede proprio nei confini della richiamata eccezione ⁽⁸⁶⁾ e la risposta potrebbe essere affermativa, lasciando spazio a tali comunicazioni ove siano conformi all'interesse sociale, anche se il condizionale resta d'obbligo. Infatti, concludendo in senso contrario anche le comunicazioni selettive successive ⁽⁸⁷⁾ intorno alle informazioni previsionali *già* rese pubbliche (però ritenute ammissibili dai commentatori citati) non avrebbero a rigore spazio perché allo stesso modo non ricorrerebbe la "stretta necessità", e anche ove le si considerasse come produttive a loro volta di mere informazioni non privilegiate troverebbe per vero comunque applicazione il principio della parità informativa dell'art. 92 t.u.f. per cui l'interesse sociale, in quanto concetto endosocietario, non è idoneo a derogarlo, con la loro totale preclusione ⁽⁸⁸⁾. Negare uno spazio di autonomia per le comunicazioni selettive di

⁽⁸⁵⁾ E che per le viste ragioni non sia ancora stata comunicata al pubblico.

⁽⁸⁶⁾ Eccezione che richiede una "stretta necessità" di tali interazioni, di cui si tratterà ampiamente *infra*, in questa sezione, § 7.2.

⁽⁸⁷⁾ Si intende anche successive di alcuni mesi (e non solo immediatamente posteriori), visto che l'informazione contabile contiene anche delle previsioni sulle quali gli investitori avranno in seguito interesse a richiedere chiarimenti ed effettuare verifiche.

⁽⁸⁸⁾ Tutto questo è vero, a meno che si elevi a principio generale l'eccezione di cui all'art. 10 reg. MAR, ritenendola così applicabile anche alle informazioni non *material*. Anche tale eccezione di normalità in fondo è strutturata sull'interesse sociale, ma si deve considerare che ivi è stato il legislatore a effettuare

informazioni previsionali equivarrebbe allora ad affermare che l'eccezione di normalità risulti integrata solamente in relazione allo svolgimento di *operazioni* societarie che richiedano l'appoggio degli azionisti rilevanti ⁽⁸⁹⁾. Interpretazione, quest'ultima, che è forse eccessivamente restrittiva, anche alla luce di quanto si rileverà nel prossimo paragrafo.

7. I dialoghi inerenti informazioni successive e prospettive a carattere material.

Un ulteriore aspetto problematico è rappresentato dalle fattispecie aventi ad oggetto i dialoghi *successivi*, e quindi i flussi informativi bilaterali, in relazione a profili strategici e gestionali (che ben potrebbero costituire informazioni privilegiate), o meglio si dovrebbe dire «riguardanti l'evoluzione societaria e di mercato» ⁽⁹⁰⁾, i quali originano da una richiesta proveniente da soci rilevanti che nutrono perplessità in relazione a indirizzi gestionali e strategici (naturalmente *già* adottati), con precisazioni che si spingono sino a un livello prospettico. Tutto ciò al di fuori di quelle comunicazioni già studiate circa le informazioni *preventive* sulla realizzazione di certune operazioni e quindi dei sondaggi di mercato ovvero di esenzioni comunque riconducibili alla *ratio* di questi ultimi.

In questi casi occorre considerare che l'esenzione dell'art. 10 reg. MAR, ove ne sussistano gli estremi, è in grado di assorbire l'art. 92 t.u.f., vista in certa misura l'identità di *ratio* e comunanza logica ⁽⁹¹⁾, di talché ove si verifici che non ricorrono gli elementi per rientrare nella prima norma, la soluzione finale è che i flussi informativi selettivi concernenti informazioni privilegiate non sono legittimi e quindi sussiste un divieto. Dalla prospettiva multi-ordinamentale della parità informativa cui si è più volte fatto riferimento si può affermare che per l'informazione privilegiata non esiste un caso in cui si “scontrano” il principio paritario dell'art. 92 t.u.f. con quello di diritto azionario comune, perché se non sussiste l'*exemption* dell'art. 10 reg. MAR, è pacifico che non si potrà fare luogo ad alcuna comunicazione. Se invece si rientra nell'esenzione dell'art. 10 reg. MAR,

tale scelta e quindi è una cosa differente rispetto all'utilizzo dell'interesse sociale al di fuori di una specifica deroga di legge nei mercati finanziari in cui per definizione dovrebbe essere irrilevante.

⁽⁸⁹⁾ MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, cit., 54 sembra attestarsi su questa idea («solo se strettamente necessario ai fini dell'assunzione di una decisione societaria, essi potrebbero sollecitare un momento di dialogo con i principali azionisti»), anche se poi ammette le comunicazione selettive sulle informazioni periodiche già diffuse al pubblico (per le quali, pure ove le si qualifichi come non privilegiate, non si riuscirebbe a trovare una deroga all'art. 92 t.u.f., come visto, perché immune rispetto all'interesse sociale, salvo ipotizzare l'estensione dell'eccezione di cui al reg. MAR a principio generale).

⁽⁹⁰⁾ Richiamando l'espressione di cui al considerando n. 19 reg. MAR.

⁽⁹¹⁾ Su cui *supra*, cap. 2, § 6.

questa assorbirà l'art. 92 t.u.f. e rimarrà solo il principio paritario codicistico, derogabile, come già precisato, sulla base dell'interesse sociale combinato con l'assenza di pregiudizio in capo ai soci discriminati ⁽⁹²⁾.

7.1. Esegesi del nodale considerando n. 19 reg. MAR e impossibilità di cogliere nel medesimo una risposta di respiro sistematico.

La regolamentazione di simili flussi informativi pare ruotare attorno al criptico considerando n. 19 reg. MAR, ove si precisa testualmente che «il presente regolamento non ha lo scopo di vietare le discussioni di carattere *generale* riguardanti l'*evoluzione societaria e di mercato* tra azionisti e dirigenza per quanto riguarda un emittente. Relazioni di questo tipo sono essenziali per un funzionamento efficace dei mercati e non dovrebbero essere vietate dal presente regolamento» [corsivo nostro].

Orbene, se è vero che tale disposizione sembri proprio riferirsi anche a elementi prospettici e alla gestione, in tal modo riguardando i dialoghi in oggetto, e possa essere invocata per dimostrare che essi non siano in assoluto vietati, resta comunque fermo che il suo ambito applicativo, soprattutto a livello operativo, non sia affatto chiaro e debba essere meglio approfondito.

Il primo nodo ermeneutico da sciogliere riguarda il connotato della *generalità* dei flussi informativi in punto di indirizzi gestionali e strategici. Se si intendesse privilegiare un'interpretazione *a contrario*, si avrebbe che i dialoghi privi del detto carattere sarebbero vietati e quindi le comunicazioni di informazioni *specifiche* risulterebbero illecite ai sensi dell'art. 10 reg. MAR, senza eccezione alcuna.

La non condivisibilità di un simile argomentare emerge però, a seguito di un'analisi appena più attenta, sulla base di un duplice ordine di ragioni. In primo luogo, si determinerebbe un contrasto rispetto alle finalità, peraltro espresse, che il legislatore ha voluto con tale norma perseguire (anche alla luce della proposizione finale della disposizione), nel senso per cui anziché quale precisazione volta ad assecondare una prassi diffusa e

⁽⁹²⁾ Ovvero per quanto riguarda i soli investitori istituzionali derogabile mediante l'art. 124-*quinquies* t.u.f., ma sul punto si v. *supra*, in questa sezione, § 3.2.

ritenuta positiva per gli emittenti si finirebbe per precluderla, come si vedrà meglio appresso in dettaglio ⁽⁹³⁾).

In secondo luogo, il riferimento alla generalità di cui tratta il citato considerando parrebbe doversi porre in relazione contraria al requisito indefettibile della “precisione” affinché all’informazione societaria possa riconoscersi il carattere privilegiato: quest’ultimo elemento viene comunemente inteso nel senso che debba trattarsi di informazione specifica, carattere che si giustappone naturalmente al concetto di generalità, e cioè di comunicazioni idonee a permettere di trarre conclusioni sul possibile effetto dell’evento o del complesso di circostanze che determinano la *price sensitivity* ⁽⁹⁴⁾. Si deve pertanto giocoforza propendere per l’interpretazione in base alla quale queste discussioni “generali” non possano che consistere in concreto in alcuni dialoghi aventi ad oggetto soltanto informazioni non privilegiate, assolvendo cioè la funzione di sintetizzare l’andamento societario e di mercato (e quindi i profili gestionali) pur muovendosi nell’ambito dell’informativa che *già* i soci dovrebbero conoscere, perché è stata indirizzata al mercato (si pensi a bilanci di esercizio, relazioni, prospetti, comunicati *et similia*).

Il considerando in esame non farebbe allora altro che limitarsi a formulare insieme un’asserzione dai contorni tautologici e un auspicio, risolvendosi nell’affermazione per cui è legittimo ciò che non è vietato dal reg. MAR, atteso che, lo si ripete, informazioni generali non possono avere natura privilegiata e dunque si è già fuori dall’ambito applicativo oggettivo della disciplina regolamentare ⁽⁹⁵⁾.

⁽⁹³⁾ Un’interpretazione dello stesso considerando quale temperamento all’art. 10, par. 1, reg. MAR, o meglio volta a riempire di contenuto la *exemption* basata sulla normalità, si rinviene in HANSEN, *Market Abuse Case Law-Where Do We Stand With MAR?*, in *Eur. Comp. Fin. L. Review*, 2017, 374 s. Un’obiezione a questa lettura, come si dirà *infra* nel testo, deriva tuttavia dal «carattere generale» dei dialoghi che dovrebbe escludere la comunicazione di informazioni privilegiate. A parere di chi scrive, il percorso dovrebbe essere opposto, ossia prima passare per la verifica circa la portata del considerando e soltanto successivamente effettuare una prova di sussumibilità dei dialoghi di interesse nell’eccezione di cui all’art. 10, par. 1, reg. MAR in relazione alla quale il considerando in esame non sembrerebbe avere nessun ruolo (proprio perché non riguarderebbe appunto informazioni privilegiate).

⁽⁹⁴⁾ Si cfr. anche DI NOIA, GARGANTINI, *Corporate Governance e comunicazione di informazioni privilegiate*, in *Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, a cura di Tombari, Torino, Giappichelli, 2018, 10.

⁽⁹⁵⁾ Quella prospettata nel testo pare l’unica lettura possibile del considerando, anche alla luce del generale principio volto ad attribuire sempre un senso a ogni norma dell’ordinamento giuridico. Così, diversamente, da una comparazione tra il rapporto con le informazioni assembleari, preassembleari e soprattutto di mercato di cui il socio dispone e l’oggetto dei dialoghi richiamati dal citato considerando n. 19 reg. MAR, non si comprenderebbe quale possa essere l’oggetto di questi dialoghi che dovrebbero svolgersi a livello generale e dunque che cosa possano aggiungere che non sia già presente nelle relazioni periodiche, nelle comunicazioni e nei prospetti di cui tutti gli azionisti sono già a conoscenza. Tale profilo viene evidenziato in chiave interrogativa anche da MONTALENTI, *Socio di controllo, investitori istituzionali, gruppi di società: i flussi informativi*, in *Riv. dir. soc.*, 2018, I, 32 s.

Può probabilmente sostenersi che con tale considerando il Parlamento europeo e la Commissione abbiano inteso ribadire il principio di ordine generale per cui i dialoghi tra alcuni azionisti e gli amministratori non risultano vietati, ma (in linea con la circostanza che ci si trovi non nelle disposizioni del reg. MAR, bensì nella cornice complessiva di principi che ne debbono illuminare l'applicazione) si siano limitati a prevedere espressamente ed esemplificativamente il solo caso in cui si tratti di informazioni sulla gestione, tuttavia non privilegiate (stante il carattere della generalità), perché esse sono state già diffuse al mercato nelle forme richieste dalla legge.

7.2. La necessità di saggiare se la selective disclosure a contenuto specifico su aspetti gestionali rientri nella exemption di cui all'art. 10 reg. MAR.

Ecco che, si noti, in tal modo il considerando n. 19 nulla toglierebbe alla necessità per l'interprete di accertare se e, in caso di risposta affermativa, entro quali limiti, la *selective disclosure* sulla gestione, quando abbia contenuti specifici e quindi dia luogo alla comunicazione di informazioni privilegiate, sia sempre vietata, oppure possano invece darsi delle ipotesi in cui si rientri nell'eccezione di normalità o "stretta necessità" dell'art. 10, par. 1, reg. MAR⁽⁹⁶⁾. Il problema non è di breve momento, in quanto si tratta di importanti dialoghi sollecitati da certi azionisti (di controllo o investitori istituzionali) e aventi ad oggetto perplessità per scelte strategiche e gestionali⁽⁹⁷⁾ (di cui essi sono venuti a conoscenza dalle relazioni infrannuali) e in riferimento ai quali potrebbero verosimilmente non avere a disposizione imminenti assemblee in cui discuterne.

Questo snodo del percorso logico-giuridico che ci si accinge ad affrontare sembra assolutamente dirimente, perché ove avesse soluzione negativa, risulterebbe per vero ostativo alla stessa comunicazione all'azionista, sicché non avrebbe neppure senso ragionare intorno a un patto di riservatezza *ex art. 17, par. 8, reg. MAR*⁽⁹⁸⁾, il quale ultimo rileverebbe soltanto quale causa di esenzione dalla necessità di comunicare

⁽⁹⁶⁾ Ciò rimarrebbe pur sempre da verificare, atteso che non è neppure pensabile applicare anche alle fattispecie in esame la disciplina dei sondaggi di mercato, essendo questa norma, in quanto eccezionale e pertanto di stretta interpretazione, non suscettibile di applicazione estensiva. Analogamente STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, cit., 411.

⁽⁹⁷⁾ Dialoghi che sono richiamati anche nel terzo principio del *Code of External Governance* redatto dall'EFAMA-*European Fund and Asset Management*.

⁽⁹⁸⁾ Accordo che anzi presuppone in radice che si rientri nell'esenzione di cui tratta l'art. 10, par. 1, reg. MAR. Neppure avrebbe probabilmente senso vagliare la sussistenza delle condizioni per il ritardo nella comunicazione al pubblico *ex art. 17, par. 4, reg. MAR*.

tempestivamente (*i.e.* «quanto prima possibile») l'informazione privilegiata al mercato (c.d. obbligo di *general disclosure*), ma non sarebbe in ogni caso idoneo a determinare in radice la legittimità della comunicazione.

Per tentare di rispondere ai quesiti posti è dunque ineludibile un'esatta comprensione dei confini dell'esenzione che rende consentita la comunicazione a terzi delle informazioni *material* ⁽⁹⁹⁾. È evidente che se tale eccezione non trovi applicazione, nessuna comunicazione lecita di informazioni potrebbe essere effettuata. Si tratta di spiegare che cosa il legislatore ha inteso con la locuzione «tranne quando la comunicazione avviene durante il normale esercizio di un'occupazione, una professione o una funzione» e di valutare poi se nella nozione possano rientrarvi i flussi informativi relativi ai profili gestionali e strategici ed eventualmente fino a quale livello di dettaglio.

Muovendo dal primo aspetto, ossia dall'interpretazione dell'eccezione (per il momento in via generale e soltanto successivamente ponendola in relazione alle fattispecie di interesse), le questioni da affrontare sono essenzialmente due, ossia da un lato l'esatta comprensione di che cosa significhi lo *svolgimento di una occupazione, una professione o una funzione*, in particolare intendendo verificare se il rapporto corrente tra socio ed emittente sia tale da rientrarvi, e dall'altro lato la portata della nozione di *normalità dell'esercizio*.

Conviene iniziare per semplicità dal primo elemento, ossia quello relativo alle attività per le quali la comunicazione di informazioni privilegiate sia eccezionalmente legittima. Si rileva che il rapporto tra socio e amministratori sembra rientrare in quelli di cui all'art. 10, par. 1, reg. MAR: un indice significativo che può avvalorare tale soluzione è rappresentato dalla considerazione che la locuzione contenuta nell'art. 11, par. 4, reg. MAR in materia di sondaggi di mercato, pacificamente applicabili anche agli azionisti, è identica a quella dell'art. 10, par. 1, reg. MAR. Non si vede allora perché mai le due coincidenti locuzioni debbano essere interpretate diversamente almeno dal punto di vista dei soggetti qui rilevanti.

Quanto al secondo elemento esso è stato ricostruito anche dalla Corte di Giustizia dell'Unione europea in modo particolarmente stringente, nel senso che la condizione di “normalità” sussiste solamente ove la necessità della comunicazione e l'esercizio di una

⁽⁹⁹⁾ E soltanto successivamente si dovrà studiare anche l'ulteriore eccezione che opera su un differente piano e consente di evitare di incorrere nell'obbligo di comunicazione tempestiva al pubblico delle informazioni privilegiate oggetto di comunicazione selettiva.

specifica funzione siano tra loro avvinti da uno “stretto nesso”, quindi si deve trattare di una stretta necessità. Tale normalità nel caso in cui lo scambio abbia la funzione di indagare le intenzioni di investitori attuali e potenziali sarà *in re ipsa*, stante la già vista disciplina dei sondaggi di mercato. È importante evidenziare che, rispetto alla disciplina del *market sounding*, l’art. 10 reg. MAR sottende a un campo applicativo più vasto e quindi a un’interpretazione basata su *standard* inferiori ⁽¹⁰⁰⁾. Del resto, è la stessa previsione da parte del legislatore dell’esonero di normalità a far decisamente propendere nel senso per cui la finalità dei sondaggi non possa rappresentarne la sola concretizzazione, almeno per ciò che concerne i soci.

Nel rapporto tra azionisti e amministratori la “stretta necessità” dovrà essere interpretata non già nel senso che ricorra soltanto nei casi in cui i soci possano opporre un veto o qualche cosa di assimilabile, ma anche in tutte quelle ipotesi nelle quali tale comunicazione possa dirsi conforme all’interesse sociale, ossia non in contrasto con il medesimo, sulla base però di una valutazione discrezionale da parte dei gestori. Non si crede dunque sia possibile ancorare la ricorrenza della “necessità” alla riconducibilità della comunicazione selettiva ai doveri degli amministratori intesi in senso stretto, perché si finirebbe per munire di doverosità tali flussi, quando invece, al netto del solo caso delle materie assembleari e di quelle assimilate, si tratta di operare su un piano di pura opportunità, in linea con quanto già scritto. Con ciò si vuole significare che la comunicazione selettiva sia ammessa quando risulti funzionale all’adempimento dei doveri gestori di perseguire l’interesse sociale, senza tuttavia che la richiamata comunicazione assurga a dovere autonomo degli amministratori ⁽¹⁰¹⁾.

Vi è poi un ulteriore indice che depone favorevolmente alla “normalità”, nel senso che il detto requisito si rinviene talvolta in «finalità meritevoli di tutela frequentemente connesse proprio alla necessità di assicurare una buona *governance*» ⁽¹⁰²⁾, che, in

⁽¹⁰⁰⁾ Si v. CGCE, 22 novembre 2005, procedimento C-384/02, *Knud Grøngaard e Allan Bang*, pubblicata in *Riv. dir. soc.*, 2007, II, 108 ss., nonché in *Foro it.*, 2006, 345 ss., con nota di richiami di CARRIERO.

⁽¹⁰¹⁾ Offre una ricostruzione in parte analoga MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, cit., 54, la quale riconduce la decisione di intrattenere dialoghi con certi soci a una specifica finalità, «ossia quella di potersi considerare *normalmente* effettuata nello svolgimento dei doveri degli amministratori. Pertanto, solo se strettamente necessario ai fini dell’assunzione di una decisione societaria essi potrebbero sollecitare un momento di dialogo con i principali azionisti».

⁽¹⁰²⁾ Si v. DI NOIA, GARGANTINI, *Corporate Governance e comunicazione di informazioni privilegiate*, cit., 28.

sostanza, rappresenta esattamente l'obiettivo fondamentale cui dovrebbero ambire i dialoghi in esame.

Individuati i contorni dell'esenzione di normalità si verifica ora se nella medesima siano sussumibili le fattispecie concrete di interesse, ma è chiaro che per fare ciò sia necessario identificare con precisione le informazioni che già l'azionista dispone e in particolare quelle per cui non sia prevista obbligatoriamente una convocazione assembleare; tutto ciò recuperando quell'approccio metodologico inizialmente posto⁽¹⁰³⁾, per cui si è ritenuto necessario considerare anche l'informativa di mercato (oltreché quella assembleare e preassembleare)⁽¹⁰⁴⁾.

Si allude segnatamente alle relazioni finanziarie di cui tratta l'art. 154-ter t.u.f., ovvero una relazione finanziaria semestrale comprendente il bilancio semestrale abbreviato, unitamente alla relazione intermedia sulla gestione, le quali, stando al tenore letterale della disposizione, debbono essere «pubblicate quanto prima possibile e comunque entro tre mesi dalla chiusura del primo semestre dell'esercizio»⁽¹⁰⁵⁾. Tale relazione intermedia, ai sensi del già menzionato comma 4 della citata disposizione, «contiene almeno riferimenti agli *eventi importanti* che si sono verificati nei primi sei mesi dell'esercizio e alla loro incidenza sul bilancio semestrale abbreviato, unitamente ad una descrizione dei principali *rischi ed incertezze per i sei mesi restanti* dell'esercizio» [corsivo nostro]⁽¹⁰⁶⁾.

È proprio in relazione a tali dati forniti fuori dal contesto assembleare che possono sorgere esigenze conoscitive ulteriori soprattutto a seguito della loro pubblicazione, ma anche dopo alcuni mesi da essa, per chiarire le perplessità di certi azionisti, il che ben

⁽¹⁰³⁾ Si v. *supra*, cap. 2, §§ 1 e 2.

⁽¹⁰⁴⁾ In altre parole, si vedrebbe difficile ritenere ammissibili e legittime le richieste extrassembleari di chiarimenti sul bilancio di esercizio annuale a seguito della sua approvazione; delucidazioni ad esempio relative a poste di bilancio ovvero anche a elementi contenuti nella relazione ex art. 2428 c.c. (e quindi le operazioni di maggiore rilievo e le scelte gestionali fondamentali), considerato che questa informativa viene pubblicata per legge con alcuni giorni di anticipo rispetto alla data di convocazione e che i soci ne possono prendere visione, tanto che l'assise assembleare è il luogo fisiologico in cui discuterne. Ciò dovrebbe scongiurare di tornare a trattare selettivamente del bilancio e dati correlati dopo la sua approvazione ovvero di adottare tutte le cautele necessarie per evitare che vengano comunicate informazioni privilegiate, in relazione alle quali sarebbe difficile invocare l'esenzione di cui all'art. 10, par. 1, reg. MAR, visto che un simile colloquio ben avrebbe potuto avvenire in sede assembleare. A identiche conclusioni non può invece giungersi in riferimento a quella informativa diretta al mercato con cadenze non direttamente collegate all'approvazione del bilancio di esercizio e non implicanti la necessaria convocazione di assemblee *ad hoc* per discuterne, come si darà conto nel testo.

⁽¹⁰⁵⁾ *Supra*, cap. 2, § 1.

⁽¹⁰⁶⁾ Si v. STRAMPELLI, *Commento all'art. 154-ter t.u.f.*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da Abbadessa e Portale, Milano, Giuffrè, 2016, 4369 ss., nonché BARILLÀ, *Commento all'art. 154-ter t.u.f.*, in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, diretto da Calandra Buonauro, Milano, Cedam-Wolters Kluwer, 2020, 1150 ss.

sembra collegarsi ai contenuti della relazione che si concentra, come si è visto, su «rischi» e «incertezze» relativi al semestre successivo. È chiaro che si tratterà di specificazioni che potrebbero avere anche carattere non privilegiato e raggiungerlo ove unite all’informativa di mercato, ma anche se, ove intese autonomamente, assumessero carattere *material*, questa comunicazione verso il socio di controllo oppure verso quelli rilevanti con ogni probabilità non potrebbe dirsi non inserita nell’ambito dell’eccezione di normalità. Infatti, delle due l’una: l’eccezione in esame può avere riguardo anche a informazioni che non abbiano finalità esplorativa in vista di un’operazione, oppure, quanto ai soci, la sola eccezione consentita sarebbe quella dei sondaggi di mercato. La prima alternativa sembra preferibile, giacché diversamente, come già rilevato, non si comprenderebbe nell’ambito dell’*intentio legislatoris* la scelta di prevedere un’eccezione più generale quale quella più volte citata dell’art. 10 reg. MAR.

Si consideri inoltre che la circostanza per cui le informazioni comunicate dagli amministratori nei casi appena indicati si inquadrino quali risposte alle richieste di chiarimenti suscitate proprio dall’analisi da parte degli azionisti dell’informativa extrasemblemare e di mercato (della quale anche loro sono destinatari), rafforza il requisito di “normalità”.

In linea con quanto si è visto, una soluzione preclusiva non si può rinvenire nel considerando n. 19 reg. MAR dal quale si è preso le mosse e dall’asserita generalità dei dialoghi ivi contemplati, perché diversamente, ove questo venga sistematizzato con l’informativa di mercato della quale già gli azionisti dispongono, sarebbe una norma sostanzialmente priva di contenuto concreto.

Ecco che, per le informazioni privilegiate, essendo stata dimostrata la sussistenza dell’esenzione *ex art. 10 reg. MAR*, quale diretta deroga all’art. 92 t.u.f. ⁽¹⁰⁷⁾, si può altresì sostenere che in sostanza ciò corrisponda all’interesse sociale senza pregiudizio patrimoniale per gli azionisti discriminati, in quanto in questo caso il reg. MAR pone degli specifici presidi a tutela del mercato, che funzionano anche a livello endosocietario, secondo il già visto ragionamento per cui il più contiene il meno. Questo è importante avere

⁽¹⁰⁷⁾ Una differente ricostruzione sembra essere quella di MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, cit., 75 ss.: la cit. a. tratta del principio di parità di trattamento alla fine della sua disamina (ossia dopo essersi occupata, tra l’altro, dell’eccezione di cui all’art. 10 reg. MAR), quindi implicitamente postulando che non vi sia questo assorbimento/consumazione e per ricondurre a unità il sistema finisce per ricercare una deroga all’art. 92 t.u.f. direttamente nell’interesse sociale, che però è un concetto prettamente endosocietario.

presente nel momento in cui si considerano i rapporti tra l'eccezione del reg. MAR e la deroga alla parità di trattamento di diritto azionario comune (*i.e.* sussistenza dell'interesse sociale e assenza di pregiudizio patrimoniale in capo ai soci discriminati). Il corollario applicativo sarà che, rientrando nell'eccezione alla normativa sugli abusi di mercato, non solo si potrà derogare al principio paritario dell'ordinamento dei mercati finanziari, ma in concreto risulterà anche integrata la deroga al principio paritario di diritto societario generale ⁽¹⁰⁸⁾.

La conclusione sarà nel senso della legittimità di comunicazioni selettive, a livello di *facoltà* degli amministratori e non invece di dovere che ricorre nel solo caso dell'art. 124-*quinquies* t.u.f. limitatamente agli investitori istituzionali ⁽¹⁰⁹⁾, ma pur sempre nel rispetto del reg. MAR, perché il detto articolo non esonera dalla disciplina sugli abusi di mercato.

8. *I dialoghi non aventi ad oggetto inside information.*

Passando ora all'esame delle fattispecie relative a informazioni non privilegiate, siccome attinenti alla *governance* ovvero a dati *già* diffusi al mercato, si può immediatamente affermare che ciò non presenti minori complessità. L'obiettivo sarà quello di verificare l'esistenza di una *facoltà* in capo agli amministratori di informare il socio di controllo, nonché quelli rilevanti, ovvero di condurre dialoghi con essi, considerato che la normativa sulle informazioni privilegiate non trova applicazione nell'ambito delle informazioni che tale natura non abbiano ⁽¹¹⁰⁾. Questo profilo pertanto dovrebbe facilitare i dialoghi relativi a dette informazioni, ma ciò è vero sino a un certo punto, come immediatamente si dirà ⁽¹¹¹⁾.

⁽¹⁰⁸⁾ In estrema sintesi, si può dunque affermare che l'art. 10 reg. MAR deroga all'art. 92 t.u.f. e in sé contiene anche una deroga al principio paritario di diritto comune, che richiede l'interesse sociale e la mancanza di pregiudizio patrimoniale in capo ai soci non informati.

⁽¹⁰⁹⁾ Oltretutto in relazione alle materie assembleari, sulle quali si v. *supra*, cap. 3, sez. 2.

⁽¹¹⁰⁾ Questo principio è stato ribadito dalla giurisprudenza sovranazionale, si cfr. CGUE, Procedimento C-45/08, 10 settembre 2009, Spector Photo Grp. NV v. Commissie voor het Bank, Financie-en Assurantie-*wezen*; in dottrina si v. STRAMPELLI, *Knocking at the Boardroom Door: A Transatlantic Overview of Director-Institutional Investor Engagement in Law and Practice*, in *Virginia Law & Business Review*, 2018, 224 s.

⁽¹¹¹⁾ Questo perché, nonostante la disciplina sugli abusi di mercato non venga in rilievo, permane la difficoltà di derogare al principio paritario dell'art. 92 t.u.f.

In particolare, per l'informazione non *material* i minori problemi si avranno in relazione agli investitori istituzionali ⁽¹¹²⁾, in quel caso venendo in rilievo l'art. 124-*quinquies* t.u.f. come fondativo di un dovere degli amministratori di dare corso ai flussi informativi reattivi. Accanto a tale circoscritta e specifica ipotesi ⁽¹¹³⁾, è tuttavia necessario chiedersi se per l'informazione qui considerata possa essere sufficiente l'interesse sociale per legittimare la comunicazione selettiva e così derogare al principio della parità di trattamento. La risposta è affermativa, ma solo limitatamente al principio paritario di diritto societario comune ⁽¹¹⁴⁾, visto che deve essere negativa avuto riguardo al medesimo principio declinato nell'ordinamento dei mercati finanziari, che è comunque applicabile alle informazioni non privilegiate ⁽¹¹⁵⁾ e non "cede" di fronte all'interesse sociale, in quanto presenta una valenza di tipo extrasocietario, essendo posto a tutela dell'intero mercato dei capitali ⁽¹¹⁶⁾.

A questo consegue che resta aperto lo spinoso problema di trovare una deroga all'art. 92 t.u.f. in tale contesto, il che è ulteriormente complicato dalla circostanza che in questo ambito, a voler essere rigorosi, la disposizione di cui si discorre non potrebbe neppure essere assorbita dall'eventuale sussistenza dell'*exemption* prevista all'art. 10 reg. MAR, la quale si applica solo alle informazioni privilegiate, data la fonte che la prevede. Inoltre, diversamente non sembra si possa trovare direttamente o indirettamente nella legge il fondamento per una diversa deroga.

⁽¹¹²⁾ I dialoghi con questi investitori sono prevalentemente incentrati su tematiche relative al governo societario e quindi non rientranti nell'ambito del reg. MAR.

⁽¹¹³⁾ Oltre ai casi in cui intervenga l'autonomia statutaria, come si vedrà *infra*, § 10 ss.

⁽¹¹⁴⁾ Si è spiegato che la distribuzione asimmetrica di informazioni non privilegiate non dovrebbe arrecare alcun pregiudizio patrimoniale ai soci che non le ricevono, e che il principio paritario di fonte codicistica è derogato se sussiste l'interesse sociale (*supra*, in questa sezione, § 2).

⁽¹¹⁵⁾ Mette conto rilevare però che la dottrina che si è occupata della questione, anche se in realtà non se la è posta nei termini di cui al testo, pare ritenere che nelle società quotate in relazione all'informazione non privilegiata l'interesse sociale risulti di per sé idoneo a fondare una deroga al regime paritario e che quindi alle informazioni non privilegiate si applichi solo il principio della parità di trattamento di diritto azionario comune; diversamente, sembra tuttavia difficile pensare a una deroga dell'art. 92 t.u.f. (disposizione prettamente extrasocietaria) per il tramite dell'interesse sociale (nozione puramente endosocietaria). La soluzione offerta da GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, cit., 135 ss., di consentire queste comunicazioni è certamente condivisibile, ma per essere sostenuta sembra che occorra uno snodo ulteriore capace di spiegare perché il principio dell'art. 92 t.u.f. trovi una deroga nel semplice interesse sociale, altrimenti si incorrerebbe in una contraddizione, dapprima affermando che per derogare alla citata disposizione l'interesse sociale non è sufficiente, perché si tratta di una norma a tutela del mercato, e poi sostenendo che per le informazioni non privilegiate ai detti fini basterebbe tale interesse.

⁽¹¹⁶⁾ Salvo espresse deroghe previste dal legislatore, come ad esempio accade nell'art. 10 reg. MAR per le informazioni privilegiate, trattandosi di un'eccezione che in sostanza si fonda sull'interesse sociale inteso alla stregua di una "stretta necessità".

Per risolvere la questione si deve allora verificare se sia possibile estendere l'eccezione di normalità *ex art. 10 reg. MAR* anche alle informazioni non privilegiate; per fare ciò è necessario verificare se quest'ultima eccezione corrisponda all'interesse sociale unitamente all'assenza di pregiudizio patrimoniale per i soci discriminati (ossia quello che serve per derogare alla parità di diritto azionario comune), e sia allora possibile argomentare che in fondo, nella scelta del legislatore, la deroga al principio dell'art. 92 t.u.f. è basata sull'interesse sociale, nonostante questo sia un concetto posto a tutela del mercato e non già dei soci e della società nello specifico. La risposta pare essere affermativa, perché la "stretta necessità" finisce per identificarsi con l'interesse sociale. E da qui il passo pare breve nel giungere a trarre da quell'eccezione del reg. MAR un principio generale applicabile a tutta l'informazione societaria delle compagini quotate, sia o meno *material* e che l'interesse sociale, unito all'ovvia assenza di pregiudizio patrimoniale ⁽¹¹⁷⁾, sia sufficiente per derogare all'art. 92 t.u.f. anche in relazione alle informazioni non privilegiate.

Del resto, una domanda sorge a questo punto spontanea: è corretto sostenere che ove l'informazione sia privilegiata risulti possibile comunicare selettivamente in tutti quei casi in cui si ricade nell'*exemption* del reg. MAR ⁽¹¹⁸⁾, mentre per le *non inside information*, che sono addirittura meno significative e soprattutto meno rischiose quanto agli effetti della loro diffusione, la parità informativa dell'art. 92 t.u.f. non risulti derogabile, perché appunto tale disposizione è del tutto insensibile all'interesse sociale?

Si crede che la risposta debba essere negativa, non foss'altro perché sarebbe assurdo per un verso consentire la comunicazione selettiva di informazione privilegiata e dall'altro vietare quella di informazione non *inside*, proprio perché non si riuscirebbe a rinvenire una deroga all'art. 92 t.u.f. ⁽¹¹⁹⁾. A questo punto tanto vale elevare a livello generale il principio sotteso all'eccezione di cui all'art. 10 reg. MAR, che dovrebbe essere limitata alle sole informazioni privilegiate, rendendolo applicabile anche al caso delle informazioni differenti ⁽¹²⁰⁾: quello che si propone per ricondurre l'ordinamento a unità ed

⁽¹¹⁷⁾ Si ricorda cioè che il carattere non privilegiato dell'informazione fa sì che una distribuzione selettiva della medesima informazione non possa determinare alcun pregiudizio patrimoniale in capo ai soci che sono stati esclusi dal ricevimento di tale informativa.

⁽¹¹⁸⁾ Purché anche il principio di parità informativa di diritto societario generale sia derogato, secondo quanto spiegato *supra*, in questa sezione, § 2.

⁽¹¹⁹⁾ La deroga al principio paritario di diritto societario comune invece la si è trovata nell'interesse sociale combinato all'assenza di un pregiudizio patrimoniale in capo ai soci discriminati, come già precisato nel testo.

⁽¹²⁰⁾ Se non si utilizzasse questo espediente interpretativo mancherebbe una deroga all'art. 92 t.u.f. (dimensione extrasocietaria).

eliminare ogni iniquità di sorta è un procedimento diverso dalla semplice applicazione analogica di un'eccezione, che in quanto tale non potrebbe dirsi ammessa, stante l'incompatibilità tra l'eccezione e lo strumento analogico. Altrimenti, il risultato sarebbe abbastanza paradossale, giacché per il diritto dei mercati finanziari l'informazione privilegiata potrebbe essere asimmetricamente comunicata, laddove vi sarebbe un divieto di comunicazione in via selettiva di informazione non privilegiata, appunto perché l'interesse sociale non rilevarebbe come deroga alla parità informativa extrasocietaria di cui tratta il più volte menzionato art. 92 t.u.f. ⁽¹²¹⁾.

In conclusione, seguendo questa linea argomentativa, il principio paritario sarebbe derogato giusta la sussistenza dell'interesse sociale unitariamente all'assenza di un pregiudizio patrimoniale e l'art. 92 t.u.f. risulterebbe derogato sulla base del principio generale tratto dall'eccezione dell'art. 10 reg. MAR, che si applicherebbe nonostante l'informazione non sia privilegiata ⁽¹²²⁾.

Una simile ricostruzione potrebbe inoltre avere il pregio di superare la necessità di comprendere con esattezza se, ovviamente nelle società quotate, l'informazione presenti o meno carattere privilegiato, perché è vero che ciò impatta sul quadro normativo entro cui studiare l'ammissibilità e la legittimità dei flussi informativi selettivi ⁽¹²³⁾, ma questo potrebbe in realtà stemperarsi proprio in base alla già indagata relazione che intercorre tra l'eccezione di stretta necessità di cui all'art. 10 reg. MAR e i requisiti che dovrebbero consentire la deroga alla parità informativa *ex art.* 92 t.u.f. per le informazioni non privilegiate ⁽¹²⁴⁾.

⁽¹²¹⁾ In altri termini, le comunicazioni asimmetriche di informazioni non privilegiate dovrebbero ritenersi vietate per gli amministratori sulla base dell'art. 92 t.u.f., applicabile, come già scritto, tanto all'informazione privilegiata quanto a quella che non sia tale, visto che la norma non opera distinzione alcuna sul punto; e questo perché lo stesso principio risulta insensibile all'interesse sociale. Vi sarebbe quindi in relazione all'informazione non privilegiata solo un dovere degli amministratori di comunicare con gli investitori istituzionali che lo domandino (ossia in via reattiva), mentre con tutti gli altri soci (ivi compresi quelli di controllo) sussisterebbe un divieto.

⁽¹²²⁾ Da considerare come chiusura del ragionamento che pure se si giungesse a sostenere che il principio paritario di cui all'art. 92 t.u.f. presenta una duplice natura, a un tempo, endosocietaria e extrasocietaria, e che dunque sostituirebbe e assorbirebbe quello di diritto azionario comune, il problema non cambierebbe, visto che si dovrebbe allo stesso modo rinvenire una deroga anche alla portata a tutela del mercato (*i.e.* extrasocietaria) del principio, non rintracciabile, almeno a una prima verifica, nell'interesse sociale. Infatti, in questo ambito si sta ricercando una deroga alla parità di trattamento intesa come principio a tutela del mercato.

⁽¹²³⁾ *Supra*, cap. 3, sez. 1, § 1.1.

⁽¹²⁴⁾ Fermo restando che il principio paritario di diritto comune rimane presente in ambedue i casi, anche in quello delle informazioni privilegiate e si deve dunque sempre argomentare un'eccezione anche allo stesso, ove si voglia comunicare selettivamente (in base a una facoltà degli amministratori).

9. *L'autonomia statutaria quale strumento de residuo in relazione agli azionisti non istituzionali.*

Per consentire il controllo gestorio degli azionisti rilevanti in quei casi in cui non si rientri in una delle deroghe che in precedenza si è cercato di dimostrare, oppure si intenda avere un quadro giuridico caratterizzato da una più elevata certezza, potrebbe assumere un rilievo centrale l'esercizio dell'autonomia statutaria, cui può ascriversi una portata correttiva ⁽¹²⁵⁾. Occorre però immediatamente avvertire che nel delicato ambito dell'informazione societaria, a maggior ragione quella propria dell'ordinamento dei mercati finanziari, tale strumento non è di facile utilizzo e incontra vari limiti che rendono necessarie altrettante specificazioni, pena non voler introdurre delle clausole che verosimilmente, a seguito di un più meditato vaglio, verrebbero a essere fulminate di nullità.

Il fulcro della questione si rinviene nella necessità di comprendere se tale comunicazione selettiva possa essere configurata, per il tramite dell'autonomia statutaria, quale risultato di un *diritto* degli azionisti condizionato alla circostanza che essi abbiano un certo "peso" nella compagine societaria in termini di capitale sociale oppure risulti rispetto a ciò indipendente ⁽¹²⁶⁾, non sembrando definitivamente risolutiva la comune affermazione per cui l'uguaglianza tra azionisti è relativa e cioè variabile in base alla partecipazione da ciascuno detenuta, essendo di contro presenti, come è noto, diritti che risultano anche indipendenti dal *quantum* di quest'ultima.

⁽¹²⁵⁾ In via più generale sul ruolo dell'autonomia statutaria è stato scritto che essa «può rappresentare un laboratorio di sperimentazioni [...] in grado di far crescere l'ordinamento verso nuovi e più maturi equilibri»: così F. VELLA, *La presentazione della lista del c.d.a. da parte del consiglio uscente. Relazione al seminario della Direzione di Giurisprudenza Commerciale del 21 maggio 2022*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 1121 [articolo]; cui *adde* STELLA RICHTER jr, *Tendenze e problemi attuali dell'autonomia statutaria*, in *Riv. not.*, 2022, 437 s.

⁽¹²⁶⁾ L'impostazione classica è orientata nel senso di considerare il diritto all'informazione come ontologicamente paritario, in modo analogo al diritto di intervento in assemblea, riconducendolo cioè nella classe di quelle «situazioni che spettano a qualsiasi socio in quanto tale e che non sono suscettibili di variazioni dipendenti dall'entità della quota spettante a quel socio»: così D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, Milano, Giuffrè, 1968, 123. Si cfr. anche MAUGERI, *Gruppi di società e informazioni privilegiate*, cit., 911, segn. nt. 9 per cui «resta aperta, peraltro, la questione se un privilegio informativo possa assurgere a referente di un diritto "speciale" ai sensi dell'art. 2348 [comma 2] e così giustificare una differenziazione tra soci ricorrendo alla tecnica della categoria di azioni». Sempre in senso dubitativo sull'utilizzo della tecnica della categoria di azioni per creare un privilegio informativo si v. FLEISCHER, *Investor Relations und informationelle Gleichbehandlung im Aktien-, Konzern- und Kapitalmarktrecht*, cit., 525.

9.1. Limiti non decisivi sottesi al principio paritario nel t.u.f. e illegittimità delle azioni speciali con privilegio informativo.

Se il principio di parità informativa di diritto azionario generale è sufficientemente pacifico che sia disponibile e possa essere derogato tramite l'autonomia statutaria, il punto maggiormente problematico è quello di comprendere se per tale via sia consentito derogare all'art. 92 t.u.f., una norma posta a presidio del mercato e quindi sottratta alla disponibilità delle parti. In questo senso, una clausola statutaria che prevedesse la facoltà degli amministratori di dialogare selettivamente con certi azionisti almeno titolari di una data percentuale del capitale sociale di una società quotata, si porrebbe in deroga del paradigma paritario.

Occorre a monte verificare se una simile *deroga* per via statutaria alla parità informativa prevista dal t.u.f. sia ammessa dalla legge. È vero che l'allocazione paritaria dei diritti di informazione è una costante di ogni tipo societario e non solo di quello azionario⁽¹²⁷⁾, ma di contro bisogna anche rilevare che sotto l'egida del riformato diritto societario è stata ampliata la possibilità di emettere azioni speciali munite di diritti (amministrativi e/o patrimoniali) diversi, sia sul piano amministrativo che su quello patrimoniale, ivi compreso quello di informazione. In questo senso ad assumere rilievo è l'art. 2348, comma 2, c.c. sulla creazione di categorie speciali di azioni, dal quale emerge che è il legislatore a prevedere la possibilità di una deroga alla parità di trattamento. Vi è però da domandarsi quanto segue: questa deroga può estendersi dal livello endosocietario sino alla più ampia prospettiva del mercato? Ed è in questo quesito che si annida forse il più profondo problema.

La risposta negativa dovrebbe imporsi ove, ancora una volta, si consideri che la parità di trattamento in questo contesto si pone a tutela dell'intero mercato finanziario e non già di interessi privati⁽¹²⁸⁾ e quindi disponibili. Però sembrerebbe che, almeno in questo ambito, debba ridursi il rilievo della distinzione tra la dimensione "interna" e quella "esterna" alla società, sulla base di una considerazione pratica, e cioè che altrimenti non si

⁽¹²⁷⁾ È notorio che sia nel tipo a responsabilità limitata che in quelli di persone i diritti di controllo vengono egualmente riconosciuti a favore di ogni socio non gestore, indipendentemente dalla percentuale di partecipazione che egli detiene.

⁽¹²⁸⁾ In questo senso si cfr. la posizione di COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 316, secondo cui il principio di pari trattamento contenuto nell'art. 92 t.u.f. «probabilmente preclude [...] alle norme regolamentari e all'autonomia statutaria la possibilità di riconoscere ai soci che rivestono la qualità di investitore istituzionale un qualsiasi privilegio, anche sul piano dell'informazione». Si v. anche GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, cit., 283 s.

potrebbero mai prevedere nelle società quotate categorie speciali di azioni dotate di diritti diversi, perché si violerebbe l'art. 92 t.u.f.; inoltre, questa norma tratta di «identiche condizioni» anche come stessi strumenti finanziari e le azioni speciali sono diverse.

A parere di chi scrive, il punto centrale per una soluzione della questione risiede nei rapporti tra *norme di diritto societario comune* sull'autonomia statutaria quale l'art. 2348, comma 2, c.c. ⁽¹²⁹⁾ che consente la creazione di categorie di azioni dotate di diritti diversi e *norme specificamente dettate per la società quotata*, quale l'art. 92 t.u.f. In realtà, il problema della parità di trattamento non si pone ove la citata disposizione del Codice civile venga inquadrata come norma applicabile anche alle società quotate e quindi derogatoria essa stessa, per espressa volontà del legislatore, del principio della parità di trattamento *ex art. 92 t.u.f.*, a meno di non voler diversamente concludere che la norma codicistica sulla creazione delle categorie speciali di azioni non potrebbe mai trovare applicazione nelle società quotate ⁽¹³⁰⁾, tranne quei pochissimi casi tipici previsti dal t.u.f., perché diversamente si violerebbe il regime paritario. La lettura più flessibile qui proposta, che ravvisa nello stesso art. 2348, comma 2, c.c. una deroga all'art. 92 t.u.f. voluta dal legislatore della riforma, risulta preferibile ⁽¹³¹⁾.

Fermo restando quanto appena rilevato, da un'altra angolazione la creazione di categorie speciali di azioni con privilegio informativo non parrebbe ammissibile per una ragione diversa rispetto al principio della parità di trattamento che in questo ambito è coperto da una deroga legale, quale è appunto la norma che permette per via statutaria di creare categorie speciali di azioni dotate di diritti diversi. La ragione è la seguente: con la creazione di categorie speciali di azioni dotate di privilegio informativo non si incide *solo*

⁽¹²⁹⁾ Si ritiene che ivi si riconduca anche l'attribuzione di diritti proporzionati e condizionati rispetto alla titolarità di una certa quota di capitale sociale.

⁽¹³⁰⁾ Al limite sarebbe ipotizzabile uno spazio solo per la creazione di queste categorie di azioni in sede di costituzione della s.p.a. quotata in cui la parità di trattamento non sarebbe forse violata. Tuttavia, il caso di maggiore rilevanza pratica non è l'inserimento della clausola al momento della costituzione della società, ma *durante societate* (si pensi a tutte le società già esistenti).

Non appare probabilmente utilizzabile a suffragio della legittimità di una clausola statutaria volta a creare categorie speciali di azioni con privilegio informativo la circostanza per cui «il diritto azionario conosce molteplici situazioni in cui diritti e prerogative dell'azionista non sono costruiti come attributi dell'azione [...], ma risultano assegnati secondo criteri afferenti in senso lato all'azionista. Il caso più ovvio e probabilmente più significativo è quello dei c.d. diritti di quota o “della minoranza”: questi sono un insieme di speciali prerogative che il diritto societario riconosce sulla base del numero di azioni possedute» (così invece GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, cit., 301 s.). In senso differente rispetto al visto assunto si può forse rilevare che in questi casi è stato proprio il *legislatore*, e non invece l'autonomia statutaria, ad avere previsto i diritti di quota o della minoranza; l'art. 2348 c.c. consente all'autonomia privata solo la creazione di categorie speciali di azioni.

⁽¹³¹⁾ Si v. anche TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2007, 965 ss.

sulla posizione dei soci e sui loro diritti, ma *anche* su quella degli amministratori, perché all'attribuzione per via statutaria di un *diritto* informativo di certi *soci* corrisponde simmetricamente la previsione di un *dovere* degli *amministratori* di fornire loro informazioni, che però si pone in frizione con il generale principio scolpito nell'art. 2380-*bis*, comma 1, c.c., che, lo si ripete, pone il potere gestorio esclusivamente in capo agli amministratori ⁽¹³²⁾.

In altre parole, si tratta di un diritto degli azionisti a cui corrisponde come “rovescio della medaglia” un dovere degli amministratori, ovvero, e meglio, un diritto che si realizza per il tramite della condotta di questi ultimi, e quindi occorre prestare particolare cautela, atteso che un simile dovere può essere previsto solo da parte del legislatore, ma non dall'autonomia statutaria. Si tratta di una distinzione fondamentale che non può essere obliterata ⁽¹³³⁾.

Qualche considerazione ulteriore deve essere dedicata più specificamente a spiegare perché una simile esplicazione dell'autonomia statutaria volta a creare categorie speciali di azioni (atipiche) con privilegio informativo ⁽¹³⁴⁾ si pone in violazione della riserva di competenza gestoria. Tale effetto si verificherà nella misura in cui finisce per proceduralizzare l'*iter* gestorio (composto essenzialmente, come è noto, da proposta,

⁽¹³²⁾ Dovrebbe essere il legislatore a effettuare una simile operazione, scegliendo di derogare alla riserva di esclusiva competenza gestoria. È interessante notare che una proposta, per certi versi analoga quanto a funzione, in ottica *de iure condendo*, è stata altresì avanzata in relazione all'assemblea dei soci e segnatamente al diritto di discussione e a quello di intervento che dovrebbero essere subordinati a un possesso azionario minimo (ambito nel quale anche l'autonomia statutaria potrebbe avere margini di manovra, visto che non si incide sull'ufficio gestorio). Si cfr. NOTARI, *Diritti di voce degli azionisti e tutela delle minoranze*, in *Il testo unico della finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di Annunziata, Milano, Egea, 2015, 247 ss.; MONTALENTI, *La Direttiva Azionisti e l'informazione preassembleare* in *Giur. comm.*, 2011, I, 685 ss.; ID., *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: bilanci, prospettive, proposte di restyling*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 1085. *Contra* SPOLIDORO, *Tersite in assemblea?*, in *Riv. soc.*, 2016, 171 ss.

⁽¹³³⁾ Una diversa ricostruzione è offerta nello studio monografico di GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, cit., 296 ss., il quale ammette anche la legittimità dell'emissione di categorie speciali di azioni dotate di *diritti* di informazione speciali. Il cit. a. (p. 304) ritiene invece non conveniente la via dell'introduzione di una clausola statutaria che riconosca diritti di informazione speciali agli azionisti titolari di partecipazioni rilevanti (anche rispetto alle categorie di azioni con privilegio informativo): «il riconoscimento di diritti di informazione speciali in connessione al numero di azioni possedute non presenta gli inconvenienti propri del ricorso alle azioni speciali, risultando per questa ragione [...] una tecnica molto più idonea a favorire la comunicazione selettiva tra società e base azionaria. Ad esempio, le speciali prerogative informative risulterebbero pienamente fruibili da categorie di azionisti – come gli investitori istituzionali e, più in generale, le minoranze qualificate – per le quali l'acquisto di azioni speciali rappresenta spesso un'opzione impraticabile (ad esempio in ragione di vincoli regolamentari o contrattuali al tipo di strumenti finanziari acquistabili), cosa che permetterebbe il dialogo proprio con queste categorie di azionisti. Inoltre, non vi sarebbe il rischio che la prerogativa possa finire nelle mani di azionisti titolari di poche azioni, cosa che riduce i rischi».

⁽¹³⁴⁾ A esse si può comunque anche assimilare l'ipotesi in cui, senza creare tali categorie, si prevedano direttamente in via statutaria diritti particolari di minoranza o di quota.

discussione, deliberazione consiliare ed esecuzione), andando a incidere sullo stesso, in quanto è facile comprendere che a fronte di una simile clausola statutaria, l'amministratore che ometta di comunicare selettivamente con i soci rilevanti ai quali spetti tale diritto viola un dovere dell'ufficio amministrativo. Sembra allora innegabile che tutto questo abbia un impatto sull'esercizio della funzione amministrativa, ancorché poi i gestori restino liberi di determinarsi come meglio credono in relazione alle varie operazioni gestorie che di volta in volta vengono in rilievo, anche considerata la loro esclusiva responsabilità. Non vi è un vincolo quanto all'esecuzione della decisione, bensì in riferimento alle precedenti fasi del procedimento amministrativo ⁽¹³⁵⁾.

In conclusione, risulta legittima solo una clausola statutaria che preveda la *facoltà* degli *amministratori* di comunicare con certi soci rilevanti. E questa pare tanto più utile nelle società "chiuse" in funzione correttiva dei limiti presenti nell'ordinamento, soprattutto quando si voglia dare luogo alla comunicazione di informazioni che possono avere degli effetti sulle scelte degli azionisti di disinvestire o meno e quindi con un pregiudizio patrimoniale per coloro che restino esclusi da questa informazione; diversamente parrebbe difficile escludere in ogni caso tale *vulnus* e non si potrebbe derogare al principio paritario di origine codicistica (l'unico a operare in relazione a tali società) con preclusione del controllo da parte dell'azionista di riferimento o comunque di quelli rilevanti.

9.2. Il problema dei diritti di controllo del socio di s.r.l. "aperta" come argomento a contrario.

Un raffronto con la fattispecie del controllo individuale del socio non gestore nella s.r.l. "aperta" può svolgere un ruolo originale e rilevante per richiamare maggiormente l'attenzione verso l'importanza dell'autonomia statutaria anche nel ben differente ambito dell'informazione selettiva nella società per azioni, avvertendosi che non risulta qui necessario ripercorrere il complesso percorso che in altra sede ha consentito di proporre un'ipotesi di soluzione del problema nel differente tipo societario ⁽¹³⁶⁾, ma solamente

⁽¹³⁵⁾ Si tratta in fondo di un limite implicitamente contenuto nel sistema del diritto azionario comune (quello dell'art. 2380-*bis*, comma 1, c.c. è tale). Sul punto si cfr. anche CERA, *Categorie di azioni, diritti speciali e limiti di validità*, aprile 2022, disponibile su www.studiocera.it.

⁽¹³⁶⁾ Su quello si rinvia a GUIDOTTI, ORCIANI, *Sui diritti di controllo del socio nella s.r.l. aperta*, cit., 512 ss.

svolgere considerazioni di più ampio respiro a conferma e beneficio della trattazione che si sta conducendo.

Si allude in particolare alla previsione nel nostro ordinamento delle P.M.I. ⁽¹³⁷⁾, le quali nella gran parte dei casi utilizzano la s.r.l. come veste giuridica ⁽¹³⁸⁾: a tali imprese il legislatore ha ritenuto di consentire la possibilità di creare categorie di quote aventi diritti differenti ⁽¹³⁹⁾ e addirittura di offrire le proprie quote al pubblico anche mediante il *crowdfunding* ⁽¹⁴⁰⁾, così permettendo il reperimento di finanziamenti al di fuori dei tradizionali metodi. È segnatamente quest'ultimo carattere a porsi in collisione rispetto, tra gli altri elementi che connotano il tipo, al controllo individuale riconosciuto ai soci non gestori, di talché è dubbio se i diritti di cui si discorre possano trovare spazio nell'ambito di una società che potrebbe definirsi para-azionaria. Emerge dalla prospettiva adottata una tensione ermeneutica tra varie istanze, ossia da un lato l'accentuata rigidità della disciplina tradizionale della s.r.l., che prevede, tra gli altri elementi di stampo personalistico, tali diritti di controllo, dall'altro lato il carattere eccessivamente "leggero" della disciplina per quanto, ad esempio, riguarda l'informazione contabile e il controllo istituzionale (talvolta pure assente) che mal si attaglia a fungere da presidio degli investitori.

⁽¹³⁷⁾ La definizione di P.M.I. all'interno dell'ordinamento giuridico italiano è molto ampia. Infatti, secondo la Raccomandazione della Commissione n. 2003/361/CE del 6 maggio 2003, attuata in Italia con decreto Mise del 18 aprile 2005 (segn. art. 2), la categoria è costituita dalle imprese che: (a) impiegano meno di 250 dipendenti e hanno un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 43 milioni di euro (*i.e.* medie imprese); (b) impiegano meno di 50 dipendenti e hanno un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuale non superiore ai 10 milioni di euro (*i.e.* piccole imprese); (c) impiegano meno di 10 dipendenti e hanno un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuale non superiore ai 2 milioni di euro (*i.e.* micro imprese).

⁽¹³⁸⁾ Si v. il d.l. 24 aprile 2017, n. 50, convertito dalla l. 21 giugno 2017, n. 96, il quale ha esteso a tutte le P.M.I. (anche non innovative) le deroghe in origine previste per le s.r.l. *start up* innovative e successivamente anche per le P.M.I. innovative (art. 26, commi 2 e 4, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito con modificazioni dalla l. 17 dicembre 2012, n. 221).

⁽¹³⁹⁾ Con l'ulteriore possibilità di modellare il contenuto delle varie categorie anche derogando all'art. 2468, commi 2 e 3, c.c., seppure entro i contorni individuati dalla legge.

⁽¹⁴⁰⁾ La letteratura in materia è estremamente vasta. Si v. recentemente F. VELLA, *Equity crowdfunding, sistemi di negoziazione e mercati regolamentati*, in *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, a cura di Montalenti e Notari, Milano, Giuffrè, 2020, 131 ss.; nonché GIANNELLI, MATINO, *Offerte al pubblico di prodotti finanziari*, in *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Sfameni e Giannelli, Milano, Egea, 2018, 339 ss.; CAGNASSO, *La s.r.l. italiana e le nuove possibilità di finanziamento tramite il crowdfunding*, in *Nuovo dir. soc.*, 2017, 1417 ss.; DE LUCA, FURNARI, GENTILE, voce «*Equity crowdfunding*», in *Digesto delle discipline privatistiche. Sezione commerciale. Aggiornamento*, Utet, Torino, 2017, 159 ss.; FREGONARA, *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, in *Giur. it.*, 2016, 2287 ss.; FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le P.M.I.: mercati alternativi, crowdfunding e mercati privati*, in *Società, banche e crisi di impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, 3, Torino, Utet, 2014, 2089 ss.; CAPELLI, *Brevissime considerazioni sull'equity based crowdfunding*, in *Riv. dir. bancario*, 2014, 1 ss.

È naturale in questo contesto che il controllo individuale del socio non gestore alla stregua di tutti i suoi caratteri parrebbe certamente ritenersi fuori dall'ambito di tale specifico modello di s.r.l. connotato dalla prevalenza di soci finanziatori. Ecco che dovrebbe ammettersi la derogabilità dell'istituto in esame, non potendo questi diritti di informazione, almeno per come configurati dall'art. 2476, comma 2, c.c., rivestire carattere totalmente transtipico o comunque trasversale ai due modelli di s.r.l. Del resto, non v'è chi non veda come riconoscere i diritti di cui trattasi a una pluralità oltremodo estesa di soci, quale potrebbe esservi nel detto modello "aperto", finirebbe per rendere eccessivamente gravosa l'operatività della compagine societaria e finanche per determinarne una *impasse* ⁽¹⁴¹⁾.

La chiave di volta del sistema anche in questo ambito è stata individuata nell'esplicazione dell'autonomia statutaria, così da poter mantenere quelle disposizioni del tipo non incompatibili con l'apertura al mercato e derogare a quelle pensate strutturalmente per una società a base ristretta ⁽¹⁴²⁾. Ora, se nella s.r.l. "aperta" il ricorso allo strumento in esame mira ad assolvere la funzione di limitare un esercizio indiscriminato dei diritti individuali di controllo ⁽¹⁴³⁾, nella società azionaria può *a contrario* perseguire la decisiva funzione di consentire un più sicuro temperamento del principio della parità di trattamento.

Questo approccio consentirebbe anche di attribuire senza troppe complicazioni un ruolo agli investitori *retail*, nel senso di prevedere una facoltà degli amministratori (e non un diritto dei soci) di dialogare con gli stessi quando raggiungano una certa quota del capitale sociale, svincolata dalla circostanza per cui la detenzione sia unitaria ⁽¹⁴⁴⁾, ossia in capo a un solo azionista, ovvero frazionata e quindi ripartita tra più azionisti.

⁽¹⁴¹⁾ Così GUIDOTTI, *I diritti di informazione e di consultazione del socio*, in *La governance delle società a responsabilità limitata*, a cura di Pederzini e Guidotti, Milano, Cedam-Wolters Kluwer, 2022, 421-423; BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria-PMI aperta?*, in *Riv. soc.*, 2018, 1475.

⁽¹⁴²⁾ Il problema del riconoscimento dei diritti di controllo è stato risolto in senso negativo anche in relazione ai soci titolari di quota priva del diritto di voto. Si cfr. CAGNASSO, *Profili organizzativi e disciplina applicabile alle s.r.l. P.M.I.*, in *Nuovo dir. soc.*, 2018, 1529 s., il quale ha ritenuto che trovi applicazione il più limitato diritto di ispezione previsto per gli azionisti dall'art. 2422 c.c. In argomento si v. anche SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*, in *Riv. soc.*, 2018, 335 ss.

⁽¹⁴³⁾ Non estromessi dalla disciplina del detto modello da parte del legislatore, con una scelta estremamente opinabile e probabilmente frutto di un'errata ponderazione degli effetti che tale istituto avrebbe sortito in relazione a compagini con un numero molto elevato di soci.

⁽¹⁴⁴⁾ È ipotizzabile anche la previsione di un rappresentante comune di questi azionisti.

9.3. *Alcuni spunti tratti dalla questione della lista presentata dal consiglio di amministrazione uscente.*

Un elemento che ha ulteriormente rafforzato la necessità degli azionisti rilevanti di svolgere interazioni selettive con l'organo amministrativo è certamente rappresentato dalla presentazione della lista da parte del consiglio uscente, prassi che è stata contemplata da vari statuti⁽¹⁴⁵⁾ e pure dal vigente Codice di *Corporate Governance*⁽¹⁴⁶⁾.

La ragione dell'esame di questo fenomeno nella parte della trattazione dedicata all'autonomia statutaria è dovuta alla circostanza che esso normalmente è basato su una previsione dello statuto, ancorché parte della dottrina ammetta che l'assenza di una simile clausola non impedisca al consiglio di amministrazione di proporre la propria lista⁽¹⁴⁷⁾.

Sulla legittimità di tale pratica la dottrina è ormai concorde, seppure con varietà di percorsi argomentativi e di sfumature, anche legate al c.d. *share ownership pattern*⁽¹⁴⁸⁾.

⁽¹⁴⁵⁾ In particolare, è risultata presente negli statuti di cinquantadue società, dato riferito alla fine del 2020 e segnalato da CONSOB, *Richiamo di attenzione n. 1/22 del 21 gennaio 2022*, avente ad oggetto *La presentazione di una lista da parte del consiglio di amministrazione per il rinnovo del medesimo consiglio*. Nella stampa quotidiana si v. A. OLIVIERI, *La «via italiana» alla lista del consiglio*, in *Il Sole 24 Ore*, 30 novembre 2017.

⁽¹⁴⁶⁾ Nell'art. 4 della versione 2020 del Codice di *Corporate Governance*, segn. alla Raccomandazione 19, lett. d), si legge che «l'organo di amministrazione affida al comitato nomine il compito di coadiuvarlo nelle attività di [...] eventuale presentazione di una lista da parte dell'organo di amministrazione uscente da attuarsi secondo modalità che ne assicurino una formazione e una presentazione trasparente. Nelle società diverse da quelle a proprietà concentrata l'organo di amministrazione: esprime, in vista di ogni suo rinnovo, un orientamento sulla sua composizione quantitativa e qualitativa ritenuta ottimale, tenendo conto degli esiti dell'autovalutazione».

⁽¹⁴⁷⁾ FORTUNATO, *La presentazione della lista del c.d.a. da parte del consiglio uscente. Relazione al seminario della Direzione di Giurisprudenza Commerciale del 21 maggio 2022*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 1095 ss.: «pure in mancanza di una esplicita previsione statutaria in senso ammissivo e salvo una difforme contraria previsione normativa o statutaria, deve ammettersi la piena legittimità per il CdA uscente di avanzare una propria proposta di lista da sottoporre alla votazione dell'assemblea dei soci. Del resto, che la competenza sulla nomina delle cariche sociali si incardini nell'assemblea dei soci non è contraddetto dalla diversa competenza ad esercitare il potere di proposta sull'oggetto e i contenuti della deliberazione da assoggettare al voto assembleare. Quest'ultima è riconducibile fisiologicamente al potere-dovere degli amministratori»; in senso conforme si cfr. VENTORUZZO, *Note sulla lista del consiglio uscente per l'elezione degli amministratori nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, 1398 ss.; *contra* CIOCCA, *Il voto di lista nelle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2018, 400 ss.

⁽¹⁴⁸⁾ In materia si possono leggere, *ex multis*, i contributi di F. VELLA, *La presentazione della lista del c.d.a. da parte del consiglio uscente. Relazione al seminario della Direzione di Giurisprudenza Commerciale del 21 maggio 2022*, cit., 1110 ss.; PERRONE, SANFILIPPO, *La lista presentata dal consiglio di amministrazione nelle società a proprietà concentrata*, in *Riv. dir. banc.*, 2022, 3 ss. che ne riconoscono la legittimità anche nelle società a proprietà concentrata, quali quelle italiane; BALLERINI, *La lista del consiglio di amministrazione*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 763 ss.; CACCHI PESSANI, *Il voto di lista per la nomina degli amministratori nelle società a controllo "fluidico": prassi, problemi e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2021, 705 ss.; STELLA RICHTER jr, *Commento all'art. 147-ter t.u.f.*, in *La società per azioni*, diretto da Abbadessa e Portale, Milano, Giuffrè, 2016, 4195 ss.; ID., *Voto di lista per la elezione delle cariche sociali e legittimazione dell'organo amministrativo alla presentazione dei candidati*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, I, 1 ss. In senso contrario si ritrova solo un datato precedente giurisprudenziale, peraltro attinente alla nomina del collegio sindacale e non del consiglio di amministrazione: Cass., 13 settembre 2007, n. 19169, in *Giur.*

Il punto risiede nel chiedersi se la legittimità di tale pratica sia da considerare un indice che depone autonomamente nel senso della legittimità di tali flussi informativi, anche a prescindere dalle considerazioni svolte in tutta la precedente trattazione, nel senso che se pure la clausola statutaria non specifichi che al fine della predisposizione della lista vi saranno flussi selettivi, essa possa dirsi sottendere tale circostanza ⁽¹⁴⁹⁾ e determinarne *ex se* la legittimità.

Sembra però che a tale automatismo sull'ammissibilità delle comunicazioni asimmetriche non sia possibile giungere e che dalla stessa presentazione della lista non sia consentito trarre nessun elemento ulteriore per supportare considerazioni differenti rispetto a quelle alle quali si è addivenuti in tutto il resto del lavoro, né a livello generale, né a livello specifico per il caso in esame. Questa conclusione è a maggior ragione dimostrabile se si considera che la lista del consiglio uscente non presenta solo vantaggi ⁽¹⁵⁰⁾, ma talvolta nasconde numerose insidie per la *governance* societaria, basti pensare, per dirne alcune, all'autoreferenzialità e all'autoperpetuazione del consiglio di amministrazione uscente ⁽¹⁵¹⁾.

Le comunicazioni alla base di questa pratica dovrebbero rientrare in quelle non privilegiate su questioni di *governance*, e nei casi fisiologici ne ricorrerà l'interesse sociale ⁽¹⁵²⁾, salvo le ipotesi di abuso cui si è fatto cenno, e quindi sarà integrata la deroga alla parità di diritto azionario, mentre l'eccezione al principio paritario del t.u.f. sarà anch'essa argomentabile sulla base del ragionamento dianzi svolto che trae fondamento dal principio della "stretta necessità", intesa alla stregua dell'interesse sociale ⁽¹⁵³⁾. Non si ritiene di ravvisare un dovere degli amministratori di rivolgersi agli azionisti rilevanti, neppure agli investitori istituzionali, perché soprattutto per questi ultimi si è visto che una simile posizione giuridica soggettiva in capo agli amministratori è desumibile dall'art.

comm., 2009, II, 54 ss., con nota di GUCCIONE, *Il problema della validità della clausola che attribuisce agli amministratori di società quotata la facoltà di presentare una propria lista di candidati sindaci*.

⁽¹⁴⁹⁾ In questa fattispecie «è ipotizzabile – e, invero, deve ritenersi fisiologico – o che vi siano contatti tra gli amministratori uscenti ed i soci più rilevanti in merito alla composizione della lista “del consiglio”, anche al fine di coagulare il più ampio consenso intorno ad essa»: così STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, cit., 394 ss.

⁽¹⁵⁰⁾ Tra i quali si può ricordare quello di incentivare una composizione professionale e manageriale dell'organo amministrativo.

⁽¹⁵¹⁾ Rischi ben messi in luce anche dalla Consob nel *Richiamo di attenzione*, cit.

⁽¹⁵²⁾ L'assenza del pregiudizio patrimoniale ricorrerà trattandosi di informazioni non privilegiate.

⁽¹⁵³⁾ Sul punto si v. *supra*, in questa sezione, § 8.

124-*quinquies* t.u.f., solo in relazione ai dialoghi su istanza degli azionisti professionali e non viceversa ⁽¹⁵⁴⁾.

9.4. L'autorizzazione assembleare riguardante in via diretta i dialoghi selettivi.

A completamento dell'analisi in punto di autonomia statutaria, occorre prendere in esame una situazione del tutto peculiare, ossia quella in cui l'autorizzazione assembleare *ex art. 2364, comma 1, n. 5, c.c.* abbia direttamente ad oggetto i dialoghi/flussi informativi selettivi e non già il compimento di un certo atto gestorio, come tradizionalmente accade ⁽¹⁵⁵⁾. Sarà interessante verificare l'idoneità o meno dell'autorizzazione dell'assemblea *ordinaria*, che a monte richiede una previsione statutaria, a legittimare *direttamente* (senza passare per l'autorizzazione al compimento di un certo atto gestorio, che genera indirettamente informazione per l'assemblea) alcune deroghe correttive alla parità informativa generale da esplicitarsi esternamente rispetto al contesto assembleare, al fine di configurare semmai una via alternativa rispetto a quella della modifica statutaria ⁽¹⁵⁶⁾ con cui si prevede l'informazione come diritto subordinato alla titolarità di una percentuale minima di capitale, che per le viste ragioni non pare essere consentita.

In altri termini, ci si deve chiedere se sia legittimo prevedere a livello statutario non già l'autorizzazione assembleare al compimento di una certa operazione amministrativa (di competenza dei soli gestori), ma in *minus* l'autorizzazione del consiglio di amministrazione a dialogare con certi soci in relazione a materie gestorie. Questo consentirebbe di temperare il ricorso rispetto a una disposizione statutaria volta a consentire il dialogo selettivo senza dover più ricorrere all'assemblea ogni volta per le autorizzazioni.

A ben vedere, quanto alla sede in cui viene a essere esercitato, si tratterebbe di un controllo di tipo "misto", nel senso che in prima battuta è assembleare, perché l'assemblea rilascia un'autorizzazione a dialogare selettivamente, mentre in seconda battuta il controllo diventa propriamente extrassembleare, visto che esso si svolge mediante flussi

⁽¹⁵⁴⁾ In senso diverso si orienta SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori con gli azionisti dopo il Codice di Corporate Governance*, cit., 746, che afferma un rafforzamento del dovere di dialogo, giungendo a ipotizzare un obbligo di sondare tutti gli azionisti rilevanti, oltre a quelli istituzionali.

⁽¹⁵⁵⁾ Su cui si rinvia *supra*, cap. 1, § 5, ove era stato considerato lo strumento dell'autorizzazione assembleare.

⁽¹⁵⁶⁾ E quindi richiedente una delibera dell'assemblea straordinaria *una tantum*, salve successive modifiche.

informativi asimmetrici e quindi esternamente rispetto all'assemblea degli azionisti. È un caso *sui generis*, la cui legittimità deve essere adeguatamente vagliata.

Il n. 5 dell'art. 2364 c.c. tratta di autorizzazione al compimento di *atti degli amministratori*, sicché resta da appurare se in tale locuzione si possano far rientrare anche i flussi informativi; in fondo non si parla di operazioni, ma di atti e anche dette comunicazioni asimmetriche potrebbero essere inquadrate quali atti in senso lato dell'ufficio amministrativo. In particolare, con riferimento alla nozione di atti il cui compimento può essere subordinato statutariamente ad autorizzazione assembleare, il legislatore della riforma ha ommesso qualsivoglia menzione all'oggetto degli stessi, non trattando di atti di gestione e utilizzando invece la più ampia locuzione «atti degli amministratori», il che non è certamente irrilevante ai fini della loro esatta individuazione. Secondo una certa impostazione si dovrebbe trattare di singoli atti o categorie di atti e *preferibilmente* di quelli in grado di impattare sull'identità sostanziale e sulle caratteristiche essenziali della società⁽¹⁵⁷⁾, con la correlata precisazione che dovrebbe ritenersi illegittima una clausola che attribuisse in via generale la facoltà discrezionale degli amministratori di rimettere all'assemblea, per sue preventive autorizzazioni⁽¹⁵⁸⁾, la totalità degli atti di loro spettanza.

In ogni caso, sembra da escludere che si possa rilasciare un'autorizzazione generalizzata (ossia per sempre), e che invece ogni volta la si debba richiedere in relazione a un

⁽¹⁵⁷⁾ Così SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario. Autonomia privata e norme imperative nei d.lgs. 17 gennaio 2003, nn. 5 e 6*, Milano, Giuffrè, 2003, 102.

⁽¹⁵⁸⁾ Si cfr. SARALE, *Il nuovo volto dell'assemblea*, in *Il nuovo diritto societario. Profili civilistici, processuali, concorsuali, fiscali e penali*, a cura di Ambrosini, I, Torino, Giappichelli, 2005, 167. Sempre sull'autorizzazione assembleare è stato scritto che «alla decisione dell'assemblea su cosa fare oggi si sostituisce al massimo l'autorizzazione a che gli amministratori facciano qualcosa che, in ultima istanza, essi stessi decidono» (si v. LIBONATI, *Assemblea e patti parasociali*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I, 467). La decisione assembleare di un atto di amministrazione è vincolante per gli amministratori quanto alla sua esecuzione, salvo il loro potere di impugnarla ovvero di rifiutarne l'esecuzione, mentre l'autorizzazione assembleare al compimento di atti di gestione lascia liberi gli amministratori di dare o meno seguito all'autorizzazione e di decidere, poi, in concreto l'azione amministrativa (si cfr. SALAFIA, *L'assemblea della società per azioni secondo la recente riforma societaria*, in *Società*, 2003, 1054): infatti, «[è] solo ammesso che lo statuto possa richiedere che l'assemblea autorizzi gli amministratori al compimento di determinate operazioni, [...] ferma in ogni caso la responsabilità degli amministratori per gli atti compiuti, quantunque autorizzati dall'assemblea» (*Relazione al d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, par. 5); in generale, sul punto, si può leggere SALAFIA, *L'autorizzazione assembleare ad atti di gestione dell'impresa*, in *Società*, 2008, 423 ss. Da segnalare poi che la previsione delle clausole statutarie autorizzanti non impatta affatto sulla ripartizione delle competenze, poiché risulta inderogabile il principio della separazione tra competenze assembleari e competenze gestorie, il quale determina sempre la permanenza di queste ultime in capo agli amministratori, con esclusione di qualsivoglia trasferimento all'organo assembleare. Si è precisato che la volontà dei soci, in questo modo, può essere soltanto chiamata a concorrere con quella degli amministratori, giammai a sostituirsi a essa.

certo oggetto ⁽¹⁵⁹⁾. Se si rilasciasse un'autorizzazione generalizzata, ciò equivarrebbe in sostanza a prevedere direttamente in statuto questa facoltà di dialogare e occorrerebbe un intervento dell'assemblea *straordinaria* (altrimenti si bypasserebbe l'art. 2365 c.c.). Sarebbe allora un meccanismo totalmente differente da quello del n. 5 dell'art. 2364 c.c. in cui occorre comunque a monte un intervento dell'assemblea straordinaria per modificare lo statuto e prevedere il regime dell'autorizzazione, dopodiché bisogna passare per l'assemblea ordinaria ogni volta che si vuole dialogare, la quale potrà o meno autorizzare. È chiaro nell'economia di questo meccanismo che se interessati ai flussi informativi selettivi sono coloro che detengono la maggioranza del capitale sociale l'autorizzazione non incontrerà problemi, diversamente è ipotizzabile che ostacoli vi possano essere.

In sintesi, si può affermare che mediante l'autonomia statutaria è solo possibile prevedere una *facoltà* degli amministratori (e non già un *dovere* dei medesimi) di dialogare selettivamente, senza violare la vista riserva di competenze gestorie. Questo può avvenire secondo due modalità alternative, ossia prevedendo una clausola statutaria specifica oppure ricorrendo allo strumento delle autorizzazioni che però depotenzia il ruolo dei gestori perché in prima battuta rimette la scelta ai soci, dopodiché, in caso di delibera favorevole, saranno gli amministratori a decidere se dialogare o meno, ma in caso di delibera negativa non avranno tale facoltà.

Si può concludere che lo strumento autorizzatorio di cui si è sopra discusso dovrebbe essere valorizzato, ma se considerato come autorizzazione al compimento di certi atti gestionali è troppo rigido e limitato per essere funzionale a ottenere l'informazione affinché i soci possano esercitare il loro controllo, anche tenuto conto che più di un monitoraggio diventa un potere vincolante (in caso di diniego dell'operazione) ⁽¹⁶⁰⁾. Quindi si dovrebbe fare leva sul discorso della semplice autorizzazione *diretta* a dialogare selettivamente su certe operazioni che non siano di competenza dell'assemblea, secondo una facoltà degli amministratori una volta che l'autorizzazione sia intervenuta.

⁽¹⁵⁹⁾ A meno che si preveda specificamente in statuto che il rilascio di un'autorizzazione per il compimento di una certa e individuata competenza gestoria può ricorrere in futuro più volte, ad esempio gli scambi informativi su certe materie.

⁽¹⁶⁰⁾ Si v. BRIOLINI, *Gli strumenti di controllo degli azionisti di minoranza sulla gestione, in Amministrazione e controllo nel diritto delle società*. Liber amicorum Antonio Piras, Torino, Giappichelli, 2010, 16 ss., nonché quanto rilevato *supra*, cap. 1, § 1.

10. *L'individuazione dei soggetti deputati ai flussi unilaterali o bilaterali ex parte societatis e la tracciabilità dei processi di interazione informativa.*

A fronte della sempre crescente rilevanza del controllo gestorio degli azionisti, e così della diffusione asimmetrica dell'informazione che ne consente lo svolgimento, testimoniata anche dai molteplici codici di *stewardship* elaborati dalle associazioni degli investitori professionali⁽¹⁶¹⁾, si è determinata anche la correlata necessità di concentrare l'attenzione su profili maggiormente incentrati sul procedimento sotteso a tali prassi. In questa direzione si pone la raccomandazione del nostro Codice di Autodisciplina di adottare un vero e proprio presidio organizzativo consistente nella *politica* di gestione del dialogo⁽¹⁶²⁾.

La complessità degli elementi che questi dialoghi finiscono per toccare suggerisce che tale politica venga approvata collegialmente dal consiglio di amministrazione e che questa materia finisca di necessità per rientrare nel novero di quelle non delegabili⁽¹⁶³⁾.

Inoltre, per quanto riguarda l'individuazione dei soggetti deputati ai flussi unilaterali o bilaterali *ex parte societatis* è necessario, sempre in quell'ottica di procedimentalizzazione dianzi richiamata, individuare a chi spetterà l'iniziativa e la conduzione delle interazioni informative. Le soluzioni possono essere variamente articolate.

Al riguardo sembra possibile consentire al consiglio di amministrazione di adottare l'opzione volta a prevedere la collegialità anche in questo caso, magari avvalendosi del supporto della funzione di *investor relations*. Tuttavia, non sembra esistere alcuna necessità al riguardo, diversamente da quanto accade per la *policy* di dialogo. Infatti, alla luce di un'analisi condotta su numerosi codici di autodisciplina emerge che la figura chiave, quanto all'iniziativa e allo svolgimento, viene sovente indicata nel presidente

⁽¹⁶¹⁾ Con riferimento al contesto italiano si v. ASSOGESTIONI, *Principi italiani di stewardship per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate*, 2016, 2 ss., disponibile su www.assogestioni.it. In una dimensione internazionale si rinvia a MCKERSIE, *The Stewardship Code and the pattern of engagement by institutional shareholders with listed companies*, in *Capital Markets Law Journal*, 2010, 439 ss.; MICHELER, *Facilitating Investor Engagement and Stewardship*, in *Eur. Bus. Org. L. Rev.*, 2013, 44 s.

⁽¹⁶²⁾ Politica che non si rinviene invece in molti altri ordinamenti, tra cui quello statunitense. L'importanza della stessa è altresì evidenziata da STRAMPELLI, *Knocking at the Boardroom Door: A Transatlantic Overview of Director-Institutional Investor Engagement in Law and Practice*, cit., 237 s., nonché da MOSCA, *Director-Shareholder Dialogues Behind the Scenes: Searching for a Balance Between Freedom of Expression and Market Fairness*, in *Eur. Comp. Fin. L. Review*, 2018, 850.

⁽¹⁶³⁾ A livello più ampio, sul tema delle articolazioni interne al consiglio di amministrazione, anche con un taglio empirico, si legga BIANCHI, *La gestione dell'impresa. I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Bologna, il Mulino, 2021, 167 ss.; NUZZO, *Sulle sedi di decisione nelle società quotate e sulla prevenzione di abusi da concentrazione di potere*, in *Analisi giur. econ.*, 2003, 81 ss.

dell'organo amministrativo, di suoi comitati, o del consiglio di sorveglianza, oppure in singoli consiglieri ⁽¹⁶⁴⁾.

Deve notarsi che, quantomeno nel contesto italiano, si tende normalmente a individuare l'amministratore delegato o comunque dirigenti apicali. A rilevare in questo ambito è il secondo *principle* di Assonime che limita la competenza del *board* per i dialoghi ai soli oggetti imprenditoriali che non rientrano nella delega gestoria rilasciata al *chief executive officer* ⁽¹⁶⁵⁾, stanti le limitazioni concrete di conoscenza del consiglio su temi strettamente operativi. Inoltre, tale modalità è fatta oggetto di specifica raccomandazione da parte del Codice di Autodisciplina ⁽¹⁶⁶⁾.

Anche quando a richiedere i dialoghi siano azionisti considerati "vicini" ad alcuni amministratori non paiono scattare preclusioni maggiori, ma quel che risulta fondamentale, in ossequio ai *Principi Italiani di Stewardship* elaborati da Assogestioni, è che questi scambi informativi si svolgano seguendo quella già vista procedimentalizzazione, a prescindere dal soggetto a ciò deputato.

Come si nota, non si richiede in queste fasi l'intervento dell'intero consiglio, risultando però necessario evitare la permanenza di asimmetrie a livello consiliare, sicché è caldamente auspicabile che il *plenum* sia *a posteriori* portato a conoscenza da parte del presidente delle interlocuzioni avvenute e del loro contenuto, naturalmente a meno che la partecipazione non sia stata collegiale ⁽¹⁶⁷⁾. E questo si inserisce nel fondamentale discorso della tracciabilità dei flussi informativi, che emerge anche dallo specifico dettato

⁽¹⁶⁴⁾ Si cfr. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori con gli azionisti dopo il Codice di Corporate Governance*, cit., 705.

⁽¹⁶⁵⁾ Ivi si legge che «the Policy considers at least the topic within the competence of the Board».

⁽¹⁶⁶⁾ Si cfr. art. 2, racc. n. 4, secondo cui: «L'organo di amministrazione definisce l'attribuzione delle deleghe gestionali e individua chi tra gli amministratori esecutivi riveste la carica di *chief executive officer*. Nel caso in cui al presidente sia attribuita la carica di *chief executive officer* o gli siano attribuite rilevanti deleghe gestionali, l'organo di amministrazione spiega le ragioni di questa scelta». Nelle società quotate l'attribuzione delle deleghe al *CEO*, ossia il principale responsabile della gestione dell'impresa, presenta carattere obbligatorio. Il tema è approfondito da STELLA RICHTER jr, *Alcune riflessioni sulla disciplina dell'amministrazione delle società quotate*, in *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di Annunziata, Milano, Egea, 2016, 308 ss.; G. MEO, *Per un ripensamento dell'organo amministrativo delle società quotate*, in *Analisi giur. econ.*, 2019, 533 ss., che rileva come in realtà al consiglio di amministrazione delegante non appartiene il potere di amministrazione dell'impresa, perché esso è troppo complesso per essere esercitato da un organo collegiale connotato da asimmetrie informative, problemi di analisi e di comprensione delle varie questioni. Questo per dire che il dialogo su tali materie deve essere effettuato, se del caso, con il *CEO* e non con il Consiglio di amministrazione, che non sarebbe in grado di adeguatamente interloquire.

⁽¹⁶⁷⁾ È in questo senso rilevante segnalare che il Codice inglese di *stewardship* prevede dei doveri di "consultazione" con i soci quando una proposta di deliberazione assembleare formulata dal consiglio di amministrazione abbia ricevuto almeno il venti per cento di voti contrari.

dell'art. 11 reg. MAR ed è suscettibile di essere generalizzato, anche per evitare eventuali sanzioni da parte dell'Autorità di vigilanza ⁽¹⁶⁸⁾.

Quando però a venire in rilievo siano informazioni coperte dalla riservatezza, è chiaro che la scelta di provvedere o meno alla comunicazione deve spettare al consiglio nella sua veste collegiale, a prescindere dal concreto modello applicativo che si è deciso di approntare.

Risulta sempre importante chiarire i parametri entro i quali sia possibile accogliere le istanze di interazione informativa e gli elementi che ne determinano il rigetto. In questo ambito è sicuramente quanto più opportuno stilare una lista di argomenti, anche per consentire una precisa *accountability* delle decisioni sulle richieste pervenute ⁽¹⁶⁹⁾, sempre munite di adeguata motivazione a fondamento del loro esito.

Per quanto riguarda queste interazioni dal lato degli azionisti è imprescindibile l'individuazione dell'oggetto delle stesse, e in questo ambito si deve considerare e richiamare la tassonomia oggettiva e soggettiva dell'informazione asimmetrica già tracciata ⁽¹⁷⁰⁾. Una simile operazione è fondamentale, perché a venire in rilievo potrebbero ben essere informazioni *material* che alcuni soci, soprattutto quelli istituzionali, solitamente non intendono ricevere; è allora importante che gli investitori coinvolti comunichino *a priori* la loro intenzione di essere o meno destinatari di informazioni privilegiate ⁽¹⁷¹⁾. Inoltre, ove gli azionisti si determinino in senso affermativo, diviene necessario che essi sottoscrivano un accordo di riservatezza ai sensi dell'art. 17, par. 8, reg. MAR ⁽¹⁷²⁾.

⁽¹⁶⁸⁾ Si cfr. ZOPPINI, *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 Tombari, Torino, Giappichelli, 2018, 95 s., il quale trae dalla norma citata nel testo la convinzione che «la tracciabilità del processo di interazione acquisti un rilievo [...] decisivo, al di là delle ipotesi nelle quali è espressamente richiesto», anche considerato che «la Consob [...] è propensa a diagnosticare un indice di patologia nel fatto stesso che una determinata operazione sia stata sostanzialmente suggerita dal socio di controllo, ma sia formalmente presentata dall'amministratore delegato al consiglio di amministrazione come propria autonoma creazione intellettuale. Al contrario, la tracciabilità anche di questi scambi informativi e la corretta informazione al consiglio [...] serve a rimuovere la, talvolta ingiustificata ma immediatamente fondata, possibile obiezione sulla scorretta modalità di informazione del consiglio, sulla natura occultata di questi dialoghi che [...] sul piano formale non sono solo fisiologici, ma sono anche portatori di elementi positivi non solo per la società ma anche per il mercato stesso».

⁽¹⁶⁹⁾ In questo senso si v. anche ASSONIME, *Principles for the companies' dialogue with shareholders*, 28 maggio 2021, disponibili su www.assonime.it.

⁽¹⁷⁰⁾ Si rinvia direttamente *supra*, cap. 3, sez. 1.

⁽¹⁷¹⁾ Si tratta di redigere una sorta di *stewardship statement*, sul modello di quanto già previsto dallo *UK Stewardship Code* del 2012.

⁽¹⁷²⁾ Accordi di tale genere sono maggiormente diffusi in relazione ai soci di controllo e naturalmente meno per gli investitori istituzionali, che non intendono, come visto, assoggettarsi al divieto di negoziazione dei titoli che ne conseguirebbe.

BIBLIOGRAFIA

- AA.VV., *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori, testi e materiali*, in M. Vietti, F. Auletta, G. Lo Cascio, U. Tombari e A. Zoppini, Milano, Giuffrè, 2006
- ABBADESSA P., *Assemblea ed 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, Giuffrè, 2011, 20 s.
- ABBADESSA P., *Competenza dell'assemblea: casistica e principi*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, 3*, Torino, Utet, 1994, 19, segn. nt. 37
- ABBADESSA P., *L'assemblea nella s.p.a.: competenza e procedimento*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 542 s.
- ABBADESSA P., *L'assemblea: competenza*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G. B. Portale, 3*, Torino, Utet, 1993, 13 ss.
- ABBADESSA P., *La circolazione delle informazioni all'interno del gruppo*, in *I gruppi di società*, Atti del Convegno Internazionale di Studi, Venezia, 16-17-18 novembre 1995, a cura di P. Balzarini, G. Carcano e G. Mucciarelli, Milano, Giuffrè, 1996, 571
- ABBADESSA P., *La competenza assembleare in materia di gestione nella s.p.a.: dal codice alla riforma*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*. Liber amicorum Antonio Piras, Torino, Giappichelli, 2010, 3 ss.
- ABBADESSA P., *La gestione dell'impresa nella società per azioni. Profili organizzativi*, Milano, Giuffrè, 1975
- ABBADESSA P., *Nuove regole in tema di procedimento assembleare*, in *Riv. soc.*, 2002, 117 ss.
- ABBADESSA P., A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, 305, nt. 95
- ABRIANI N., *Commento all'art. 2476 c.c.*, in *Commentario del codice civile, Delle società. Dell'azienda. Della concorrenza (artt. 2452-2510)*, a cura di D.U. Santosuosso, Torino, Utet, 2015, 672 s.
- ACCADIA B., J. SCHMIDT, COIPEAULT P.-A., *Retail investment strategy: threats to the business and revenue models of asset managers and distributors on the horizon*, 20 giugno 2023, disponibile su www.ey.com
- ACERBI G., *La Consob tra precetto e persuasione. Appunti a margine delle regole sulla nuova informativa al mercato*, in *Riv. soc.*, 1997, 1117
- AGAPOVA A., *Conventional Mutual Index Funds Versus Exchange Traded Funds*, in *Journal of Financial Markets*, 2009, vol. 14, n. 2, 323 ss.
- ALVARO S., M. MAUGERI, G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettive*, *Quaderni giuridici Consob*, gennaio 2019, disponibile su www.consob.it
- AMATI E., *L'abuso di informazioni privilegiate*, in *Diritto penale dell'economia*, a cura di N. Mazzacuva e E. Amati, Milano, Wolters Kluwer, 2020, 356 ss.

- AMBROSINI S., *Collegio sindacale: nomina, composizione e funzionamento*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, Padova, Cedam, 2010, 753 ss.
- AMBROSINI S., *L'amministrazione e i controlli nella società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 310
- ANG, HSU, TANG, WU, *The Role of Social Media in Corporate Governance*, in *Accounting Review*, 2021, 1 ss.
- ANGEL D.W., *The Four Types of Conversations: Debate, Dialogue, Discourse, and Diatribe*, 28 dicembre 2016, disponibile su www.davidwangel.com
- ANGELICI C., *La società per azioni. Principi e problemi*, Milano, Giuffrè, 2012
- ANGELICI C., *Le basi contrattuali della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, 1*, Torino, Utet, 2004,
- ANGELICI C., *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 2 ss.
- ANNUNZIATA F., *Commento all'art. 114 t.u.f.*, in *Il Testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, II, Torino, Utet, 2012, 1499 ss.
- ANNUNZIATA F., VENTORUZZO M., *L'armonizzazione europea del diritto delle società per azioni quotate*, in *Diritto societario europeo e internazionale*, diretto da M. Benedettelli e M. Lamandini, Torino, Utet, 2016, 412
- ARMOUR J., ENRIQUES L., HANSMANN H., KRAAKMAN R., *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, in *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*³, Oxford, OUP, 2017, 51 s.
- AUVRAY T., BROSSARD O., *French connection: interlocking directorates and the ownership-control nexus in an insider governance system*, in *HAL*, 2013, 2 ss.
- AZAR J., VIVES X., *Revisiting the Anticompetitive Effects of Common Ownership*, in *ECGI Working Paper Series in Finance*, n. 827, 2022, 1 ss.
- BAINBRIDGE S.M., *In Defense of the Shareholder Wealth Maximization Norm: A Reply To Professor Green*, in *Washington & Lee Law Review*, 1993, 1442 ss.
- BAINBRIDGE S.M., *Investor Activism: Reshaping the Playing Field?*, in *UCLA School of Law - Law & Economic Research Paper Series*, 2012, n. 08-12, disponibile su www.ssrn.com
- BAINBRIDGE S.M., *The New Corporate Governance in Theory and Practice*, Oxford, OUP, 2008
- BAINBRIDGE S.M., *Shareholder Activism and Institutional Investors*, in *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper*, 2005, 2 ss.
- BALLERINI G., *La lista del consiglio di amministrazione*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 763 ss.
- BALP G., *I consulenti di voto*, Milano, Egea, 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 *Eur. Bus. Org. L. Rev.*, 2022, 869 ss.

- BALZARINI P., *Commento all'art. 154-ter t.u.f.*, in *Commentario delle società*, a cura di G. Grippo, Torino, Utet, 2009, 1999
- BARCELLONA E., *Business Judgment Rule e interesse sociale nella "crisi". L'adeguatezza degli assetti organizzativi alla luce della riforma del diritto concorsuale*, Milano, Giuffrè, 2020, 51 ss.
- BARILLÀ G.B., *Commento all'art. 154-ter t.u.f.*, in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, diretto da V. Calandra Buonauro, Milano, Cedam-Wolters Kluwer, 2020, 1151 ss.
- BARONE G., SCHIVARDI F., SETTE E., *Interlocking Directorates and Competition in Banking*, in *Quaderni - Working Paper DSE*, 2022, n. 1173, 1 ss.
- BARONI A., *Commento all'art. 2422 c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, II, Padova, Cedam, 2005, 1367 ss.
- BASILE P., BOCCHINO E.M., *I sondaggi di mercato nella disciplina MAR*, 2017, disponibile su www.dirittobancario.it
- BAZZANELLA C., *Linguistica e pragmatica del linguaggio. Un'introduzione*, Roma-Bari, Laterza, 2008
- BAZZANELLA C. (a cura di), *Sul dialogo. Contesti e forme di interazione verbale*, Guerini, Milano, 2002
- BAZZANELLA C., voce «conversazione», in *Enciclopedia dell'italiano*, Roma, Treccani, 2010
- BEBCHUK L.A., *The Specter of the Giant Three*, in *Boston University Law Review*, 2019, vol. 99:721, 723 ss.
- BEBCHUK L.A., HAMDANI A., *Independent Directors and Controlling Shareholders*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2016, 1271, 1280
- BEBCHUK L.A., HIRST S., *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, in *Columbia Law Review*, 2019, vol. 119, 2027 ss.
- BELCREDI M., *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, e dintorni*, in *Riv. soc.*, 2005, 853 ss.
- BELLISARIO E., *Rischi di sostenibilità e obblighi di disclosure: il d.lgs. n. 254/2016 di attuazione della dir. 2014/95/UE*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2017, I, 20 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, 861 ss.
- BENATTI L., *Commento all'art. 150 t.u.f.*, in *Commentario T.u.f.*, a cura di F. Vella, II, Torino, Giappichelli, 2012, 1619 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-PMI aperta?*, in *Riv. soc.*, 2018, 1475
- BENAZZO P., *Organizzazione e gestione dell'«impresa complessa»: compliance, adeguatezza ed efficienza. E pluribus unum*, in *Riv. soc.*, 2020, 1197 ss.
- BENEDETTI L., *L'applicabilità della business judgment rule alle decisioni organizzative degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2019, 432 ss.
- BENEDETTI L., *L'engagement soci/amministratori e la governance della s.p.a.:*

- considerazioni sistematiche*, in *Riv. soc.*, 2022, 1088
- BENGTZEN M., *Private Investor Meetings in Public Firms: the Case for Increasing Transparency*, in *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 2017, 33 ss.
- BENTIVEGNA A.M., *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123-ter t.u.f.*, in *Riv. dir. impr.*, 2011, 277 ss.
- BERTOLOTTI G., *I controlli nella s.p.a.*, Bologna, Zanichelli, 2018
- BERTOLOTTI G., *Le competenze*, in *Assemblea e amministratori*, a cura di G. Cavalli, Torino, Utet, 2013, 30 s.
- BIANCHI L.A., *Gli effetti giuridici del bilancio consolidato*, in *Giur. comm.*, 1992, I, 475 ss.
- BIANCHI L.A., *La disciplina italiana dell'informazione societaria, gli azionisti e il mercato: spunti per una discussione*, in *Rapporto IRS*, 1996, 202
- BIANCHI L.A., *La gestione dell'impresa. I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Bologna, il Mulino, 2021
- BIANCHI L.A., *Problemi in materia di disciplina dell'attività di direzione e coordinamento*, in *Riv. soc.*, 2014, 420
- BIANCHI L.A., PICCIAU C., *Appunti sulla nuova regolamentazione dell'informativa continua*, in *Analisi giur. econ.*, 2013, 230 s.
- BIRKMOSE H.S., *European Challenges for Institutional Investor Engagement – Is Mandatory Disclosure the Way Forward*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2014, 224 s.
- BLANDINI A., *Società quotate e società diffuse. Le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Trattato di diritto civile del Consiglio Nazionale del Notariato*, diretto da P. Perlingieri, Napoli, ESI, 2005, 289 ss.
- BÖCKLI A., BÜHLER A., *Vorabinformation an Grossaktionäre: Möglichkeiten und Grenzen nach Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht*, in *SZW/RSDA*, 2005, 111 s.
- BONELLI F., *Disciplina dei flussi informativi infragruppo nelle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 681
- BONELLI F., *Gli amministratori di s.p.a.*, Milano, Giuffrè, 2004
- BOWLEY T., HILL J.G., KOURABAS S., *Shareholder Engagement Inside and Outside the Shareholder Meeting*, in *ECGI Working Paper Series in Law*, n. 709, 2023, 1 ss.
- BRADLEY D., JAME R., WILLIAMS J., *Non-Deal Roadshows, Informed Trading, and Analyst Conflicts of Interest*, in *Journal of Finance*, 2021, 265 ss.
- BRIOLINI F., *Gli strumenti di controllo degli azionisti di minoranza sulla gestione*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, Giappichelli, 2010, 16 ss.
- BRUGNOLI S., *Il divieto di interlocking nel Decreto Salva Italia. Analisi normativa e criteri per l'applicazione*, in *Riv. dir. soc.*, 2015, III, 425 ss.
- BRUNO S., *Il ruolo dell'assemblea di s.p.a. nella corporate governance*, Padova, Cedam, 2012
- BRUNO S., BIANCONI F., *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli*

- amministratori: procedure, risultati, prospettive*, in *Riv. soc.*, 2014, 1283
- BUONOCORE V., *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, Morano, 1960
- BUONOCORE V., *Principio di uguaglianza e diritto commerciale*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 560
- CACCHI PESSANI S., *Il voto di lista per la nomina degli amministratori nelle società a controllo "fluidico": prassi, problemi e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2021, 705 ss.
- CAGNASSO O., *Gli organi delegati nella società per azioni*, Torino, Giappichelli, 1976
- CAGNASSO O., *La s.r.l. italiana e le nuove possibilità di finanziamento tramite il crowdfunding*, in *Nuovo dir. soc.*, 2017, 1417 ss.
- CAGNASSO O., *Profili organizzativi e disciplina applicabile alle s.r.l. P.M.I.*, in *Nuovo dir. soc.*, 2018, 1529 s.
- CALANDRA BUONAURA V., *Gestione dell'impresa e competenza dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1985
- CALANDRA BUONAURA V., *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 538
- CALANDRA BUONAURA V., *Intermediari finanziari e corporate governance*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 874 s.
- CALANDRA BUONAURA V., *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, in *Trattato di diritto commerciale*, fondato da R. Costi e diretto da V. Buonocore, Sez. IV, Tomo 4.VI*, Torino, Giappichelli, 2019
- CALVOSA L., *Alcune riflessioni sulla figura degli amministratori indipendenti*, in *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. Annunziata, Milano, Egea, 2016, 45 ss.
- CALVOSA L., *Say-on-climate e competenze assembleari nella società per azioni quotata*, in *Riv. soc.*, 2023, 1082
- CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*¹⁰, Torino, Utet, 2020
- CAMPOBASSO G.F., *Obbligo di comunicazione delle partecipazioni azionarie ed informazione degli azionisti*, in *Giur. comm.*, 1978, I, 70 ss.
- CANFORA L., *La democrazia dei signori*, Roma-Bari, Laterza, 2022
- CAPELLI I., *Brevissime considerazioni sull'equity based crowdfunding*, in *Riv. dir. bancario*, 2014, 1 ss.
- CAPELLI I., *Il controllo individuale del socio di s.r.l. Il modello legale*, Milano, Giuffrè, 2017
- CARATOZZOLO, *I bilanci straordinari*, Milano, Giuffrè, 2009, 933 ss.
- 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 ed E. Ruggiero, Padova, Cedam, 2021, 233 ss.
- CARIELLO V., *Il Codice di Corporate Governance. Da soluzione a problema*, Torino, Giappichelli, 2024
- CASELLA M., *L'informazione in assemblea*, in *L'informazione societaria*, Atti del

- Convegno Internazionale di Studi, Venezia, 5-6-7 novembre 1981, a cura di P. Alvisi, P. Balzarini e G. Carcano, Milano, Giuffrè, 1982, 646 ss.
- CAVALLI G., *Osservazioni sui doveri del collegio sindacale di società per azioni non quotate*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, Utet, 2007, 57 ss.
- CERA M., *Categorie di azioni, diritti speciali e limiti di validità*, aprile 2022, disponibile su www.studiocera.it
- CERRATO S., *Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il "sovrano" ha veramente abdicato?*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, II, 133, 147
- CHEFFINS B.R., *The Stewardship Code's Achilles' Heel*, in *Modern Law Review*, 2010, 1013 s.
- CHIARAVIGLIO L., *L'informazione in assemblea*, in *L'informazione societaria*, Atti del Convegno Internazionale di Studi, Venezia, 5-6-7 novembre 1981, a cura di P. Alvisi, P. Balzarini e G. Carcano, Milano, Giuffrè, 1982, 659 ss.
- CHILOIRO A., *L'informazione societaria e la varietà di tipologie di azionisti* in *Analisi giur. econ.*, 2013, 192 ss.
- CHIU I.H.-Y., *Turning Institutional Investors into "Stewards": Exploring the Meaning and Objectives of Stewardship*, in *Current Legal Problems*, 2013, vol. 66, issue 1, 443 ss.
- CIAN M., *Strumenti finanziari e poteri di voice*, Milano, Giuffrè, 2006
- CIAN M., SANDEI C., *Commento all'art. 2348 c.c.*, in *Delle società-Dell'azienda-Della concorrenza. Commentario (artt. 2247-2378)*, a cura di D.U. Santosuosso, Torino, Utet, 2015, 909 ss.
- CIOCCA N., *Il voto di lista nelle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2018
- CIOCCA N., *L'ambito di applicazione della disciplina*, in *I diritti degli azionisti nelle società quotate*, a cura di N. Ciocca e G. Marasà, Torino, Giappichelli, 2015, 2 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 *Orizz. dir. comm.*, 2016, 15
- COLLER M., YOHAN T.L., *Management Forecasts and Information Asymmetry: An Examination of Bid-Ask Spreads*, in *Journal of Accounting Research*, 1997, 181 ss.
- COLOMBO G.E., *I libri sociali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, VII, Torino, Utet, 1994, 14 ss.
- COLOMBO G.E., OLIVIERI G., *Il bilancio consolidato*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, VII*, Torino, Utet, 1994, 618 ss.
- COLUZZI A., *Responsabilità degli amministratori e diritto di ispezione del socio. Nota a margine del caso Yahoo*, in *Riv. dir. soc.*, 2018, I, 34 ss.
- CORGATELLI M., *La disciplina della stewardship: profili ricostruttivi*, in *Banca, impr., soc.*, 2023, 453 ss.
- CORTELLAZZO M., ZOLLI P., *Il nuovo etimologico. Dizionario etimologico della lingua*

- italiana*, Bologna, Zanichelli, 2021, 305
- COSSU M., *Società aperte e interesse sociale*, Torino, Giappichelli, 2006
- COSTI R., *I profili societari della «Legge Amato»*, in *Società*, 1990, 1307
- COSTI R., *Il governo delle società quotate tra ordinamento dei mercati e diritto delle società*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 65 ss.
- COSTI R., *La disciplina dei gruppi bancari*, in *Banca, impr., soc.*, 1990, 344
- COSTI R., *Note sul diritto di informazione e d'ispezione del socio*, in *Riv. soc.*, 1963, 65 ss.
- COSTI R., *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 315
- COSTI R., ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, VIII, Padova, Cedam, 2004, 195 ss.
- D'ALESSANDRO F., *I titoli di partecipazione*, Milano, Giuffrè, 1968
- 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, Giuffrè, 2007
- DAVIDOFF S.M., *Paradigm Shift: Federal Securities Regulation in the New Millennium*, in *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, 2008, 339 ss.
- DAVIES P., *Introduction to Company Law*³, Oxford, OUP, 2020
- DAVIS S., ALOGNA S., *Talking Governance. Board Shareowner Communications on Executive Compensation*, 2008, 10, disponibile su www.scholarship.law.columbia.edu
- DE COSTA A., DE PAOLI AMBROSI R., *La responsabilità degli amministratori nella s.r.l.*, in *La responsabilità degli amministratori nelle società di capitali*, a cura di C. Marchetti, Torino, Giappichelli, 226 s.
- DE LUCA N., *European Company Law*, Cambridge, CUP, 2021
- DE LUCA N., FURNARI S.L., GENTILE A., voce «*Equity crowdfunding*», in *Digesto delle discipline privatistiche. Sezione commerciale. Aggiornamento*, Utet, Torino, 2017, 159 ss.
- DE NICOLA A., *Il diritto dei controlli societari*, Torino, Giappichelli, 2023
- DEL LINZ M., *La disciplina sui compensi dei manager nelle società quotate e l'esame delle prime relazioni sulla remunerazione*, in *Banca, impr., soc.*, 2012, 468 ss.
- DEMOS N., *Targeting Investors via Proactive Roadshows*, 2013, 1 ss., disponibile su www.ssrn.com
- DEMOS N., MARSTON C., SAMITAS A., *Information Asymmetry and Relationship Roadshows*, 2013, 1 ss., disponibile su www.ssrn.com
- DENOZZA F., *L'amministratore di minoranza e i suoi critici*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 767 ss.
- DENOZZA F., *Lo scopo della società tra short-termism e stakeholder empowerment*, in *Orizz. dir. comm.*, 2021, 1 ss.
- DESANA E.R., *Politiche di dialogo con gli azionisti, equilibrio di genere e fattori ESG:*

- appunti*, in *Riv. soc.*, 2021, 1342 ss., nonché in *Governance e mercati. Scritti in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. Callegari, S.A. Cerrato e E.R. Desana, I, Torino, Giappichelli, 2022, 301 ss.
- 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, Giappichelli, 2018, 11 ss.
- DI NOIA C., GARGANTINI M., *Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2012, 506
- DIAMOND D.W., VERRECCHIA R.E., *Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital*, in *Journal of Finance*, 1991, 1325 ss.
- DOMINELLI C., *Eni, nessuna frenata nella transizione verde - E i soci diranno la loro (intervista alla presidente di Eni, Lucia Calvosa)*, in *Il Sole 24 Ore, Finanza e mercati*, 13 luglio 2022
- EASTERBROOK F.H., FISCHER D.R., *The Corporate Contract*, in *Columbia Law Review*, 1989, 1416 ss.
- EASTERBROOK F.H., FISCHER D.R., *Voting in Corporate Law*, in *Journal of Law & Economics*, 1983, 395 ss.
- ENRIQUES L., *Il ruolo dei consigli di amministrazione delle società quotate italiane nell'era della disruptive innovation*, in *Banca, impr., soc.*, 2017, 15 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., voce «*Società per azioni*», in *Enc. dir., Annali*, X, Milano, Giuffrè, 2017, 968 s.
- ENRIQUES L., GILOTTA S., *Disclosure and Financial Market Regulation*, in *ECGI Working Paper Series in Law*, n. 252, 2014, 5 e 21 s.
- ENRIQUES L., STRAMPELLI G. (a cura di), *Board-Shareholder Dialogue. Policy Debate, Legal Constraints, and Best Practices*, Cambridge, CUP, 2024
- ENRIQUES L., VOLPIN P., *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, in *Journal of Economic Perspective*, 2007, 122 ss.
- 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, 932 ss.
- FAMA E.F., JENSEN M.C., *Agency Problems and Residual Claims*, in *Journal of Law & Economics*, 1983, 327 ss.
- FEDI G.G., *Retail Investment Strategy, luce verde dalla Commissione europea*, 24 maggio 2023, disponibile su www.focusrisparmio.com
- FERNANDEZ G., *I poteri individuali di controllo del socio non amministratore nella «nuova» s.r.l.*, Padova, Cedam, 2010
- FERRARINI G., *I costi dell'informazione societaria per le P.M.I.: mercati alternativi*,

- crowdfunding e mercati privati, in *Società, banche e crisi di impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, 3, Torino, Utet, 2014, 2089 ss.
- FERRARINI G., FILIPPELLI M., *Independent directors and controlling shareholders*, in *Orizz. dir. comm.*, 2013, 1 ss.
- FERRI G., *Controlli interni nelle società per azioni*, in AA.VV., *Controlli interni ed esterni delle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1972
- FERRI G., *La tutela dell'azionista in una prospettiva di riforma*, in *Riv. soc.*, 1961, 194
- FERRO-LUZZI P., *I contratti associativi*, Milano, Giuffrè, 1971
- FERRO-LUZZI P., *Indipendente ... da chi; da cosa?*, in *Riv. soc.*, 2008, 207 ss.
- FICHTNER J., E.M. HEEMSKERK, J. GARCIA-BERNARDO, *Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-Concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk*, in *Business and Politics*, 2017, 298 ss.
- FINNIS J., *Natural Law and Natural Rights*, Oxford, OUP, 2011
- FLEISCHER H., *Investor Relations und informationelle Gleichbehandlung im Aktien-, Konzern- und Kapitalmarktrecht*, in *ZGR*, 2009, 522 ss.
- FLEISCHER H., *Konsultative Hauptversammlungsbeschlüsse im Aktienrecht - Rechtsdogmatik, Rechtsvergleichung, Rechtspolitik*, in *AG*, 2010, 689 s.
- FORCELLINI F., IULIANI A., *Le clausole generali tra struttura e funzione*, in *Europa e dir. priv.*, 2013, 395 ss.
- FORMICHELLI D., *Commento all'art. 130 t.u.f.*, in *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, Giuffrè, 1998, 711 ss.
- FORMISANI R., *Business Judgment Rule e assetti organizzativi: incontro (e scontri) in una terra di confine*, in *Riv. soc.*, 2018, 482 ss.
- FORTUNATO S., *Il procedimento di formazione del bilancio consolidato*, in *Giur. comm.*, 1997, I, 206 ss.
- FORTUNATO S., *La presentazione della lista del c.d.a da parte del consiglio uscente. Relazione al seminario della Direzione di Giurisprudenza Commerciale del 21 maggio 2022*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 1095 ss.
- FOSCHINI M., *Il diritto dell'azionista all'informazione*, Milano, Giuffrè, 1959
- FRANCHINI F., *Il parere nel diritto amministrativo*, Milano, Giuffrè, 1944, 28
- FRANZONI M., *Società per azioni. Dell'amministrazione e del controllo*, in *Commentario del Codice civile Scialoja-Branca*, F. Galgano, III, Bologna-Roma, Zanichelli-Soc. Ed. Foro it., 2008
- FREGONARA E., *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, in *Giur. it.*, 2016, 2287 ss.
- GALGANO F., *Le clausole generali fra diritto comune e diritto societario*, in *Le clausole generali nel diritto societario*, a cura di G. Meruzzi e G. Tantini, Padova, Cedam, 2011, 1 ss.
- GALGANO F., *Sul diritto d'ispezione dell'azionista*, in *Rass. dir. civ.*, 1987, 433

- GARGANTINI M., *Identificazione dell'azionista e legittimazione all'esercizio del voto nelle s.p.a. quotate* Torino, Giappichelli, 2012, 134 s.
- GHETTI G., *La consulenza amministrativa*, Padova, Cedam, 1974
- GHEZZI F., *La nuova disciplina dei legami personali in Italia*, in *Mercato conc. reg.*, 2012, 199 ss.
- GHEZZI F., PICCIAU C., *The Curious Case of Italian Interlocking Directorates*, in *Bocconi Legal Studies Research Paper*, 2020, n. 3661733, 3 ss.
- GIANNELLI A., MATINO A., *Offerte al pubblico di prodotti finanziari*, in *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, P. Sfameni e A. Giannelli, Milano, Egea, 2018, 339 ss.
- GIANNELLI A., MOSCA C., *Flussi informativi tra amministratori e soci nella società quotata, tra ambiguità ed esigenze di disciplina*, 2012, 5 s., disponibile su www.orizzontideldirittocommerciale.it
- GILOTTA S., *I tempi di diffusione dell'informazione privilegiata*, in *Giur. comm.*, 2019, II, 798 ss.
- GILOTTA S., *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, Milano, Giuffrè, 2022
- GILOTTA S., *Trasparenza e riservatezza nella società quotata*, Milano, Giuffrè, 2012, 34 s.
- GILSON R.J., *Controlling Shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy*, in *Harvard Law Review*, 2006, 1649 ss.
- GILSON R.J., GORDON J.N., *Agency Capitalism: Further Implications of Equity Intermediation*, in *ECGI Working Paper Series in Law*, n. 239, 2014, 6 ss.
- GILSON R.J., GORDON J.N., *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, in *Columbia Law Review*, 2013, 863 s.
- GILSON R.J., GORDON J.N., *Controlling Controlling Shareholders*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2003, 785
- GILSON R.J., GORDON J.N., *The Rise of Agency Capitalism and the Role of Shareholder Activists in Making It Work*, in *Journal of Applied Corporate Governance*, 2019, 8 ss.
- GINEVRA E., *Il Codice di Corporate Governance: Introduzione e Definizioni (con un approfondimento sul "Successo sostenibile")*, in *Riv. soc.*, 2023, 1017 ss.
- GINEVRA E., *La società per azioni. La struttura formale*, in *Diritto commerciale. III. Diritto delle società*³, a cura di M. Cian, Torino, Giappichelli, 2020, 180
- GINEVRA E., *Le società di capitali "aperte", tra codice civile e t.u.f.*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, I, 868 ss., segn. 878 s.
- GIORGI A., *Libertà di informazione e dovere di riservatezza degli amministratori nei gruppi di società*, Torino, Giappichelli, 2005
- GIUDICI P., *Inspection Rights in Italy*, in *Research Handbook on Shareholder Inspection Rights. A Comparative Perspective*, a cura di R.S. Thomas, P. Giudici, U. Varottli, Cheltenham, Elgar, 2023, 140 ss.
- GIUDICI P., *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2008

- GOLDMAN SACHS EXCHANGES G., *Markets Update: The Rise of Retail Investing*, 6 febbraio 2021, disponibile su www.goldmansachs.com
- GRAMITTO RICCI S.A., SAUTTER C.M., *Corporate Governance Gaming: The Collective Power of Retail Investors*, in *Nevada Law Journal* 2021, 76 ss.
- GRAMITTO RICCI S.A., SAUTTER C.M., *Harnessing the Collective Power of Retail Investors*, in *A Research Agenda for Corporate Law*, C.M. Bruner e M. Moore, Cheltenham, Elgar, 2023, 207 ss.
- GUACCERO A., *Tra democrazia e populismo nel mercato finanziario: lezioni dal caso GameStop*, in *Riv. soc.*, 2023, 228 ss.
- GUERRIERI G., *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti. Commentario*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2011,
- GUIDOTTI R., *Commento all'art. 126-bis t.u.f.*, in *Commentario T.u.f.*, a cura di F. Vella, t. II, Torino, Giappichelli, 2012, 1362 ss.
- GUIDOTTI R., *Commento all'art. 130 t.u.f.*, in *Commentario T.u.f.*, a cura di F. Vella, II, Torino, Giappichelli, 2012, 1427 ss.
- GUIDOTTI R., *Commento all'art. 2261 c.c.*, in *Codice civile commentato*, a cura di M. Franzoni e R. Rolli, II, Torino, Giappichelli, 2018, 3019 ss.
- GUIDOTTI R., *I diritti di controllo del socio nella s.r.l.*, Milano, Giuffrè, 2007
- GUIDOTTI R., *I diritti di informazione e di consultazione del socio*, in *La governance delle società a responsabilità limitata*, a cura di E. Pederzini e R. Guidotti, Milano, Cedam-Wolters Kluwer, 2022, 415 s., 421-423
- GUIDOTTI R., *La società con azioni quotate. Alcune regole di funzionamento*, Milano, Wolters Kluwer, 2021
- GUIDOTTI R., ORCIANI L., *Sui diritti di controllo del socio nella s.r.l. aperta*, in *Riv. dir. soc.*, 2022, I, 512 ss.
- GUIDOTTI R., PASQUARIELLO F., *Commento all'art. 127-ter t.u.f.*, in *Commentario T.u.f.*, a cura di F. Vella, Torino, Giappichelli, 2012, 1400
- GUIDOTTI R., ROSSI L.G., *GameStop: l'investimento retail e le meme stocks*, in *Dir. econ. impr.*, 2022, 710 ss.
- GUIZZI G., *Gli azionisti e l'assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, I, 12
- GUTTENTAG M.D., *What Inside Information Is Worth and Why It Matters*, in *Loyola Law School. Los Angeles Legal Studies Research Paper*, 2023, n. 25, 1 ss.
- HANSEN J.L., *Market Abuse Case Law-Where Do We Stand With MAR?*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2017, 374 s.
- HANSEN J.L., *The Role of Shareholders in Public Companies in the Nordic Countries*, in *German and Nordic Perspectives on Company Law and Capital Markets Law*, a cura di H. Fleischer, J. L. Hansen e W.-G. Ringe, Tübingen, Mohr Siebeck, 2015, 86
- HANSEN J.L., *Say when: When must an issuer disclose inside information?*, in *Nordic & European Company Law, Working Paper*, n. 3, 2016, 3 ss.

- HART O., ZINGALES L.G., *The New Corporate Governance*, in *University of Chicago Business Law Review*, vol. 1, 2022, 196 s.
- HEDEMANN J.W., *La fuga nelle clausole generali. Una minaccia per il diritto e per lo stato*, Introduzione e traduzione critica a cura di L. Nivarra, Pisa, Pacini, 2022
- HELLGARDT A., *Kapitalmarktedeliktsrecht*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2008, 144 ss.
- HENNING P.J., *What's So Bad About Insider Trading Law?*, in *The Business Lawyer*, 2015, vol. 70, n. 3, 751 ss.
- HERTIG G., KRAAKMAN R., ROCK E.B., *Gli emittenti e la protezione degli investitori*, in R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. J. Hopt, H. Kanda e E. Rock, *Diritto societario comparato*, a cura di L. Enriques, Bologna, il Mulino, 2006
- HIRSCHMAN A.O., *Exit, voice, and loyalty. Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Cambridge, Harvard University Press, 1970
- HOFFMAN L., *In Boston, Money Managers Fire Shot at Wall Street Brokers. Investor conference next week will cut banks out of a lucrative role*, in *Wall Street Journal*, 4 marzo 2020
- HOLLAND J., *Private Disclosure and Financial Reporting*, in *Department of Accounting & Finance University of Glasgow. Working Paper Series*, n. 6, 1998, 1 ss.
- HOLLAND J., *Private Voluntary Disclosure, Financial Intermediation and Market Efficiency*, in *Journal of Business Finance & Accounting*, n. 25, 1998, 29, 64
- IORI M., *Principi contabili nazionali e internazionali* Milano, Il Sole 24 Ore, 2019, 588 s.
- IRTI N., *Un diritto incalcolabile*, Torino, Giappichelli, 2016
- JAEGER P.G., *Gli azionisti, spunti per una discussione*, in *Giur. comm.*, 1993, I, 42
- JENSEN M.C., MECKLING W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976
- KAHAN M., ROCK E.B., *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2007, 1021 ss.
- KATELOUZOU D., *Reflections on the Nature of the Public Corporation in an Era of Shareholder Activism and Stewardship*, in *Understanding the Company: Corporate Governance and Theory*, a cura di B. Choudhury e M. Petrin, Cambridge, CUP, 2017, 117 ss.
- KATELOUZOU D., MICHELER E., *Investor Capitalism, Sustainable Investment and the Role of Tax Relief*, in *Eur. Bus. Org. L. Rev.*, 2022, 218 s.
- KERSHAW D., *Company Law in Context. Text and Materials*, Oxford, OUP, 2012
- KIRK M., MARKOV S., *Come on Over: Analyst/Investor Days as a Disclosure Medium*, in *Accounting Review*, 2017, 1725 ss.
- LANDOLFI G., *Il diritto di informazione del socio nella s.r.l.*, Torino, Giappichelli, 2011
- LANGENBUCHER K., *Kommunikation als Governance-Instrument in der börsennotierten Aktiengesellschaft*, in *ZHR*, 2021, 422
- LANGEVOORT D.C., *Insider Trading Regulation, Enforcement and Prevention*, New York,

- 2023, § 2.2 ss.
- LATELLA D., *“Sistema” dei controlli interni e organizzazione della società per azioni*, Torino, Giappichelli, 2018
- LAURINI F., *Commento all’art. 130 t.u.f.*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano, Giuffrè, 1999, 1090 ss.
- LIBERTINI M., *Ancora a proposito di principi e clausole generali, a partire dall’esperienza del diritto commerciale*, in *Orizz. dir. comm.*, 2018, 1 ss., segn. 4 e 12 ss.
- LIBONATI B., *Assemblea e patti parasociali*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I, 463 ss.
- LIBONATI B., *Corso di diritto commerciale*, Milano, Giuffrè, 2009
- LIBONATI B., *Il ruolo dell’assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, 86 ss.
- LIMATOLA C., *Considerazioni sul controllo del socio non amministratore nelle società di persone*, in *Riv. dir. soc.*, 2015, I, 316 ss.
- LOMBARDO S., *I sondaggi di mercato: prime riflessioni*, in *Società*, 2016, 159 ss.
- LOMBARDO S., *L’informazione privilegiata* in *Società*, 2016, 147 ss.
- LOMBARDO S., *L’insider di sé stesso alla luce della decisione della Corte di Cassazione (civile)*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 666 ss.
- LUCIANI M., *Certeza del diritto e clausole generali*, in *Questione Giustizia*, 2020, 68
- MACCORMICK N., *Institutions of Law. An Essay in Legal Theory*, Oxford, OUP, 2007, 123-130
- MACEY J.R., MILLER G.P., *Corporate Stakeholders: A Contractual Perspective*, in *University of Toronto Law Journal*, 1993, 401 ss.
- MACRÌ E., *Informazioni privilegiate, disclosure e ruolo del c.d.a.*, in *Società*, 2015, 1144 ss.
- MAGNANI P., *Commento all’art. 150 t.u.f.*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza. D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano, Giuffrè, 1999, 1733
- MANGANO R., *Commenti agli artt. 2421-2422 c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d’Alcontres, II, Napoli, Jovene, 2004, 979 ss.
- MARANGIO P.M., *Retail Investment Strategy, più tutela nel medio-lungo periodo dei risparmiatori europei*, in *NT+ Diritto. Il Sole 24 Ore*, 22 giugno 2023
- MARCHETTI P., *Assenteismo assembleare e problema dell’informazione*, in *Riv. soc.*, 1978, 1315 s.
- MARCHETTI P., *Il bicchiere mezzo pieno*, in *Riv. soc.*, 2021, 336 ss.
- MARCHETTI P., *Il primo caso italiano di “say on climate”*, in *Riv. soc.*, 2022, 648 s.
- MARCHETTI P., *In tema di funzionamento dell’assemblea: problemi e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2001b, 120 s.
- MARCHETTI P., VENTORUZZO M., *Il bon ton per parlare ai soci “impegnati”*, in *Corriere della Sera. L’economia*, 19 luglio 2021, 23

- MARINUCCI G., DOLCINI E., GATTA G.L., *Manuale di Diritto Penale. Parte Generale*¹², Milano, Giuffrè, 2023, 617 ss.
- MASI A., *L'articolo 92 del T.u.f.*, in *Testo unico della finanza. Commentario*, diretto da G.F. Campobasso, II, Torino, Utet, 2002, 750 ss.
- MAUGERI M., *Commento all'art. 2364 c.c.*, in *Delle società. Dell'azienda. Della concorrenza*, a cura di D.U. Santosuosso, Torino, Utet, 2015, 1426 ss.
- MAUGERI M., *Gruppi di società e informazioni privilegiate*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 911, segn. nt. 9
- MAUGERI M., *Le deliberazioni assembleari "consultive" nella società per azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2014, I, 143 ss.
- MAUGERI M., *Note in tema di doveri degli amministratori nel governo del rischio di impresa (non bancaria)*, in *Orizz. dir. comm.*, 2014, 3 ss.
- MAUGERI M., *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2021, 1353 ss.
- MCCABE C., *New Army of Individual Investors Flexes Its Muscle*, in *Wall Street Journal*, 30 dicembre 2020
- MCKERSIE M., *The Stewardship Code and the pattern of engagement by institutional shareholders with listed companies*, in *Capital Markets Law Journal*, 2010, 439 ss.
- MCNABB III F.W., *Getting to Know You: The Case for Significant Shareholder Engagement*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance & Financial Regulation*, 24 giugno 2015
- MEI A., *Commento all'art. 154-ter t.u.f.*, in *Codice commentato delle società*, a cura di N. Abriani e M. Stella Richter jr, Torino, Utet, 2010
- MELONCELLI F., *Commento all'art. 2364 c.c.*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, I, Torino, Giappichelli, 2003, 253 ss.
- MENGGONI L., *Recenti mutamenti nella struttura e nella gerarchia dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 1958, 689 ss.
- MEO G., *Per un ripensamento dell'organo amministrativo delle società quotate*, in *Analisi giur. econ.*, 2019, 533 s.
- MICHELER E., *Facilitating Investor Engagement and Stewardship*, in *Eur. Bus. Org. L. Rev.*, 2013, 44 ss.
- MIGNOLI A., *I venticinque anni della Rivista*, in *L'informazione societaria*, Atti del Convegno Internazionale di Studi, Venezia, 5-6-7 novembre 1981, a cura di P. Alvisi, P. Balzarini e G. Carcano, Milano, Giuffrè, 1982, 57
- MIWA K., *Informational Role of Analyst and Investor Days*, in *Global Finance Journal*, 2023, 3 ss.
- MIZRUCHI M.S., *What Do Interlocks Do? An Analysis, Critique, and Assessment of Research on Interlocking Directorates*, in *Annual Review of Sociology*, 1996, 22, 271 ss.
- MONTAGNANI C., *Diritti di informazione, controllo individuale e controllo giudiziario*

- nelle società prive di collegio sindacale*, in *Riv. dir. civ.*, 1983, I, 286 s.
- MONTAGNANI C., *Informazione e controlli nelle nuove società a responsabilità limitata*, Pisa, Piccin, 2008
- MONTALENTI P., *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. soc.*, 2013, 50 s.
- MONTALENTI P., *Corporate governance e “sistema dei controlli”*, in *Corporate Governance e “sistema dei controlli” nella s.p.a.*, a cura di U. Tombari, Torino, Giappichelli, 2013, 5 s.
- MONTALENTI P., *Corporate governance: raccomandazioni Consob e prospettive di riforma*, in *Riv. soc.*, 1997, 728 s.
- MONTALENTI P., *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2007, 320 s.
- MONTALENTI P., *«Disclosure» e riservatezza nei mercati finanziari: problemi aperti*, in *Analisi giur. econ.*, 2013, 251
- MONTALENTI P., *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: bilanci, prospettive, proposte di restyling*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 1085
- MONTALENTI P., *Impresa. Società di capitali. Mercato finanziario*, Torino, Giappichelli, 2017
- MONTALENTI P., *Investitori istituzionali e amministrazione nelle società quotate: problemi e proposte*, in *Orizz. dir. comm.*, 2016, 3 ss.
- MONTALENTI P., *L'informazione nei gruppi societari*, in *Id.*, *La società per azioni. Tradizione, attualità e prospettive*, Milano, Giuffrè, 2007, 312 ss.
- MONTALENTI P., *La Direttiva Azionisti e l'informazione preassembleare* in *Giur. comm.*, 2011, I, 685 ss.
- MONTALENTI P., *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, vol. 4, Padova, Cedam, 2004, 361
- MONTALENTI P., *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2011, 278 s.
- MONTALENTI P., *Socio di controllo, investitori istituzionali, gruppi di società: i flussi informativi*, in *Riv. dir. soc.*, 2018, I, 32 s.
- MORERA U., *Sull'informazione «pre-assembleare» dei soci (art. 130 T.U. della finanza)*, in *Assemblea degli azionisti e nuove regole del governo societario*, Padova, Cedam, 1999, 163 ss.
- MORERA U., *Sulla informazione «preassembleare» dei soci (art. 130 T.U. della finanza)*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 826 ss.
- MOSCA C., *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, 29 ss.
- MOSCA C., *Director-Shareholder Dialogues Behind the Scenes: Searching for a Balance Between Freedom of Expression and Market Fairness*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2018, 805 ss.

- MOSCA C., *Il sottile confine tra informazioni interne e informazioni privilegiate*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati*, P. Marchetti, F. Ghezzi e R. Sacchi, Milano, Giuffrè, 2020, 177 ss., segn. 192
- MOSCA D., Retail Investment Strategy, *molto più dei soli "incentivi"*, 16 maggio 2023, disponibile su www.focusrisparmio.com
- MUCCIARELLI F., *L'informazione societaria: destinatari e limiti posti dalla normativa in materia di insider trading*, in *Riv. soc.*, 1999, 746 s.
- MUCCIARELLI F., voce «Abuso di mercato», in *Il libro dell'anno 2019*, Roma, Treccani, 2019
- MUCCIARELLI F.M., *Commento all'art. 92 t.u.f.*, in *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, I, Torino, Giappichelli, 2012, 869
- MUCCIARELLI F.M., *Commento all'art. 92 t.u.f.*, in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, V. Calandra Buonauro, Milano, Cedam-Wolters Kluwer, 2020, 696 ss.
- MUCCIARELLI F.M., *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2004, 180 ss.
- MUCCIARELLI F.M., LOMBARDO S., *Market Soundings: The Interaction between Securities Regulation and Company Law in the United Kingdom and Italy*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2019, 310-348
- NAGTEGAAL J., *The Retail Investment Strategy: Lacking a ban, packing alternatives*, in *ECMI Commentary n. 84*, giugno 2023, 1 ss.
- NEGRI CLEMENTI A., *Commento all'art. 153-ter t.u.f.*, in *Il testo unico della finanza*, M. Fratini e G. Gasparri, 2, Torino, Utet, 2012, 2135
- NIUTTA A., *La nuova disciplina delle società controllate: aspetti normativi dell'organizzazione del gruppo di società*, in *Riv. soc.*, 2003, 786 s.
- NOTARI M., *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, Egea, 2015, 247 ss.
- NUZZO A., *Sulle sedi di decisione nelle società quotate e sulla prevenzione di abusi da concentrazione di potere*, in *Analisi giur. econ.*, 2003, 95 ss.
- OLIVIERI A., *La «via italiana» alla lista del consiglio*, in *Il Sole 24 Ore*, 30 novembre 2017
- OPPO G., *Eguaglianza e contratto nelle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, I, 641
- ORCIANI L., *Il ruolo dell'assemblea degli azionisti nello sviluppo delle politiche di sostenibilità: say on pay, say on climate*, in *Giur. comm.*, 2024, I, in corso di stampa, 1-35
- ORCIANI L., *Sul controllo individuale del socio non amministratore di s.r.l. nell'ambito dei gruppi societari*, in *Giur. comm.*, 2021, II, 214 ss.
- PACIELLO A., POTITO L., *I bilanci straordinari. Profili economico aziendali e giuridici*, Torino, Giappichelli, 2013
- PAGE A., YANG K., *Controlling Corporate Speech: Is Regulation Fair Disclosure*

- Unconstitutional?*, in *U.C. Davies Law Review*, 2005, 1 ss.
- PAOLUCCI M.G., *La tutela del socio nella s.r.l.*, Milano, Giuffrè, 2010
- PAREDES T., *Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation*, in *Washington University Law Quarterly* 2003, 417
- PARK M., *Analyst/Investor Days and Firms' Information Environment*, 2022, 1 ss., disponibile su www.ssrn.com
- PARMEGGIANI F., *Commento all'art. 150 t.u.f.*, in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, diretto da V. Calandra Buonaura, Milano, Cedam-Wolters Kluwer, 2020, 1130 ss.
- PASQUARIELLO C., *Il diritto di porre domande prima dell'assemblea: un nuovo dialogo tra gli azionisti e la società. Analisi normativa e prospettive*, in *Riv. dir. soc.*, 2017, I, 87 ss.
- PASSADOR M.L., *Una sentenza della High Court in tema di dialogo tra directors e shareholders*, in *Riv. soc.*, 2019, 906 s.
- PAYNE J., *Disclosure of Inside Information*, in *ECGI Working Paper Series in Law*, n. 422, 2018, 1 ss.
- PERRINO M., *Il controllo individuale del socio di società di capitali: fra funzione e diritto*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 644
- PERRONE A., *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, Giuffrè, 2020, 104 s.
- PERRONE A., SANFILIPPO P.M., *La lista presentata dal consiglio di amministrazione nelle società a proprietà concentrata*, in *Riv. dir. banc.*, 2022, 15 ss.
- PETERSEN V., *Interlocking Directorates in the European Union: An Argument for Their Restriction*, in *European Business Law Review*, 2015, 821 ss.
- PETRAZZINI B., *Commento agli artt. 2364-2364-bis c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Bologna, Zanichelli, 2004, 469 ss.
- PIANIGIANI O., *Vocabolario etimologico della lingua italiana*, Varese, Polaris, 1991
- PINO G., *Diritti soggettivi. Lineamenti di un'analisi teorica*, in *Materiali per una storia della cultura giuridica*, 2009, 487 ss.
- PISANI MASSAMORMILE A., *Appunti sugli amministratori indipendenti*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, I, 241 ss.
- POMELLI A., *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2010, 1333 ss.
- PORTALE G.B., *Amministrazione e controllo nel sistema dualistico delle società bancarie*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, I, 36
- PORTALE G.B., *I bilanci straordinari delle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1978, 378, segn. nt. 123
- PORTALE G.B., *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, P. Abbadessa e G.B. Portale, II, Torino, Utet, 2006, 25 ss.

- PRESCIANI C., *La trasparenza degli azionisti istituzionali di società quotate*, Torino, Giappichelli, 2020
- PRESTI G., MACCABRUNI F.F., *Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglossasoni*, in *Analisi giur. econ.*, 2003, 97 ss.
- PRIMACK D., KOKALITCHEVA K., *Robinhood IPO brings meme stock icon into the Wall Street fold*, in *AXIOS*, 29 luglio 2021
- PUCHNIAK D.W., *The False Hope of Stewardship in the Context of Controlling Shareholders: Making Sense Out of the Global Transplant of a Legal Misfit*, in *ECGI Working Paper Series in Law*, n. 589, 2021, 7 ss.
- PUGLIESE A., SANDULLI M., *Commento all'art. 2422 c.c.*, in *La riforma delle società. Commentario del D.Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, II/1, Torino, Giappichelli, 2003, 793 ss.
- RABITTI M., SPATOLA P., *Commento all'art. 123-ter t.u.f.*, in *Commentario al T.u.f.*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, II, Torino, Utet, 2012, 1704 ss.
- RACHAGAN S., *Agency costs in controlled companies*, in *Singapore Journal of Legal Studies*, 2006, 264 ss.
- RANIELI M., *Commento all'art. 114 t.u.f.*, in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza* diretto da V. Calandra Buonauro, Milano, Cedam-Wolters Kluwer, 2020, 864 ss.
- REGOLI D., *Gli amministratori indipendenti*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, 2, Torino, Utet, 2006, 383 ss.
- REGOLI D., *Gli amministratori indipendenti: alcune considerazioni per un più efficace funzionamento di questo strumento di governance nel sistema dei controlli sulla gestione*, in *Dialogo sul sistema dei controlli nelle società*, a cura di P. Abbadessa, Torino, Giappichelli, 2015, 63 ss.
- REISBERG A., *Article 11: Market soundings*, in *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide*, a cura di M. Ventrone e S. Mock, Oxford, OUP, 2017, 306
- RESCIGNO M., *Note sulle regole dell'impresa sostenibile. Dall'informazione non finanziaria all'informativa di sostenibilità*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, 165 ss.
- RESCIO G.A., *L'assemblea e le decisioni dei soci*, in *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, a cura di S. Rossi, Milano, Giuffrè, 2003, 89 ss.
- RICCIARDIELLO E., *Il socio amministratore di S.r.l.*, Milano, Giuffrè, 2008
- RIGOTTI M., *L'informativa contabile infrannuale delle società quotate in borsa*, in *La disciplina giuridica del bilancio d'esercizio*, a cura di L.A. Bianchi, Milano, Il Sole 24 Ore, 2001, 997 ss.
- ROCCO G., *Retail investment package: norme UE per migliorare l'informativa e le tutele per i risparmiatori*, 7 giugno 2023, disponibile su www.ipsoa.it
- ROCK E.B., *Institutional Investor in Corporate Governance*, in *Oxford Handbook on Corporate Law and Governance*, a cura di J.N. Gordon e W.-G. Ringe, Oxford, OUP,

- 2015, 363 ss.
- ROCK E.B., *Shareholder Eugenics in the Public Corporation*, in *Cornell Law Review*, 2012, 892
- RONDINONE N., *La compliance nel diritto dei gruppi di società*, in *La corporate compliance: una nuova frontiera per il diritto*, a cura di G. Rossi, Milano, Giuffrè, 2017, 227
- RORDORF R., *Gli amministratori indipendenti*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 150 s.
- RORDORF R., *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 775 ss.
- ROSA A., *L'informazione del socio nelle società di capitali chiuse e quotate: il punto dell'Audiencia Provincial di Siviglia*, in *Riv. soc.*, 2020, 325-327
- ROSSI G., *Concorrenza, mercati finanziari e diritto societario*, in *Riv. soc.*, 1999, 1315 s.
- ROSSI G., *L'informazione societaria e l'organo di controllo*, in *L'informazione societaria*, Atti del Convegno Internazionale di Studi, Venezia, 5-6-7 novembre 1981, a cura di P. Alvisi, P. Balzarini e G. Carcano, Milano, Giuffrè, 1982, 67 ss.
- ROSSI G., *Trasparenza e vergogna. La società e la borsa*, Milano, Il Saggiatore, 1982, 196 s.
- ROSSI G., *Utile di bilancio, riserve e dividendo* Milano, Giuffrè, 1947, 45 ss.
- ROSSI S.P., *La lettera annuale di Larry Fink del 15 marzo 2023: sostenibilità e scelta del cliente*, in *Riv. soc.*, 2023, 268 s.
- 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 e R. Sacchi, Milano, Giuffrè, 2020, 47 ss.
- SACCHI R., *L'informazione nella e per l'assemblea delle società quotate*, in *Analisi giur. econ.*, 2013, 102 s.
- SACCHI R., *La capacità propulsiva della s.p.a. quotata è andata esaurendosi?*, in *Orizz. dir. comm.*, 2021, 582 ss.
- SALAFIA V., *L'assemblea della società per azioni secondo la recente riforma societaria*, in *Società*, 2003, 1054
- SALAFIA V., *L'autorizzazione assembleare ad atti di gestione dell'impresa*, in *Società*, 2008, 423 ss.
- SANDEI C., *Attivismo degli azionisti e nuove forme di partecipazione*, Milano, Giuffrè, 2016, 11 ss.
- SANDRELLI G., *Il dialogo degli amministratori con gli azionisti dopo il Codice di Corporate Governance*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, I, 695 ss.
- SANDULLI M., *Azione di responsabilità e di revoca verso gli amministratori di s.r.l.*, in *Società*, 2005, 477 s.
- SANFILIPPO P.M., *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, Torino, Giappichelli, 2000

- SANFILIPPO P.M., *Gli amministratori*, Torino, Giappichelli, 2020, 474
- SANTAGATA R., *Interlocking directorates e interessi degli amministratori di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2009, 310 ss.
- SANTORO V., *Profili della disciplina della tutela delle minoranze*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli e V. Santoro, Torino, Giappichelli, 1999, 841 ss.
- SANTOSUOSSO D.U., *La riforma del diritto societario. Autonomia privata e norme imperative nei d.lgs. 17 gennaio 2003, nn. 5 e 6*, Milano, Giuffrè, 2003
- SARALE M., *Il nuovo volto dell'assemblea*, in *Il nuovo diritto societario. Profili civilistici, processuali, concorsuali, fiscali e penali*, a cura di S. Ambrosini, I, Torino, Giappichelli, 2005, 174 ss.
- SARALE M., *Il nuovo volto dell'assemblea sociale*, in *La riforma delle società. Profili della nuova disciplina*, a cura di S. Ambrosini, Torino, Giappichelli, 2003, 35 ss.
- SAUTTER C.M., *Corporate Governance Through Social Media*, in *SMU Dedman School of Law Legal Studies Research Paper*, n. 641, 1 ss., disponibile su www.ssrn.com
- SCOGNAMIGLIO G., *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società*, Torino, Giappichelli, 1996
- SEMINARA S., *Diritto penale commerciale. Il diritto penale del mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 2018, 62 ss.
- SFAMENI P., *Commento all'art. 114 t.u.f.*, in *La disciplina delle società quotate*, a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano, Giuffrè, 1999, 526
- SGUBBI F., *Le disposizioni generali*, in *Diritto penale del mercato finanziario. Abuso di informazioni privilegiate, manipolazione del mercato, ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob, falso in prospetto. Lezioni*, a cura di F. Sgubbi, A.F. Tripodi e D. Fondaroli, Padova, Cedam, 2013, 18 ss.
- SHLEIFER A., VISHNY R.W., *A Survey of Corporate Governance*, in *Journal of Finance*, 1997, 737 ss.
- SMITH M.P., *Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS*, in *Journal of Finance*, 1996, 227 ss.
- SPERANZIN M., *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*, in *Riv. soc.*, 2018, 335 ss.
- SPOLIDORO M.S., *Tersite in assemblea?*, in *Riv. soc.*, 2016, 171 ss.
- STAGNO D'ALCONTRES A., *Informazione dei soci e tutela degli azionisti di minoranza nelle società quotate*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, 314 ss.
- STEINBERG M.I., *U.S. Insider Trading Law: Its Unacceptable Framework and a Proposed Solution*, in *SMU Dedman School of Law Legal Studies Research Paper*, 2023, n. 581, 1 ss.
- STELLA RICHTER jr M., *Alcune riflessioni sulla disciplina dell'amministrazione delle società quotate*, in *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. Annunziata, Milano, Egea, 2016, 308 ss.

- STELLA RICHTER jr M., *Commento all'art. 147-ter t.u.f.*, in *La società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Milano, Giuffrè, 2016, 4195 ss.
- STELLA RICHTER jr M., *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 196 ss.
- STELLA RICHTER jr M., *Corporate Sustainability Due Diligence: noterelle semiserie su problemi serissimi*, in *Riv. soc.*, 2022, 714 ss.
- STELLA RICHTER jr M., *In principio sono sempre le funzioni*, in *Riv. soc.*, 2019, 30 ss.
- STELLA RICHTER jr M., *L'impresa azionaria tra struttura societaria e funzione sociale*, in *La funzione sociale nel diritto privato tra XX e XXI secolo*, a cura di F. Macario e M. N. Miletti, Roma, Roma Tre-Press, 2017, 65 ss.
- STELLA RICHTER jr M., *L'inoppugnabilità delle deliberazioni degli organi sociali*, in *Principi, regole, interpretazione. Contratti e obbligazioni, famiglie e successioni. Scritti in onore di Giovanni Furguele*, a cura di G. Conte e S. Landini, tomo 1, Mantova, Universitas Studiorum, 2017, 533 ss.
- STELLA RICHTER jr M., *Long-Termism*, in *Riv. soc.*, 2021, 16 ss.
- STELLA RICHTER jr M., *Sulla composizione e sulla elezione dell'organo amministrativo di una società quotata*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, I, 51 ss.
- STELLA RICHTER jr M., *Tendenze e problemi attuali dell'autonomia statutaria*, in *Riv. not.*, 2022, 437 s.
- STELLA RICHTER jr M., *Voto di lista per la elezione delle cariche sociali e legittimazione dell'organo amministrativo alla presentazione dei candidati*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, I, 1 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., *Commento all'art. 154-ter t.u.f.*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Milano, Giuffrè, 2016, 4369 ss.
- STRAMPELLI G., *Diritto contabile*, Torino, Giappichelli, 2022
- STRAMPELLI G., *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, I, 393 ss.
- STRAMPELLI G., *Knocking at the Boardroom Door: A Transatlantic Overview of Director-Institutional Investor Engagement in Law and Practice*, in *Virginia Law & Business Review*, 2018, 221
- STRAMPELLI G., *L'informazione di e per il bilancio (relazioni) e la revisione contabile*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, Bologna, Zanichelli, 2020, 1608 ss.
- STRAMPELLI G., *L'informazione non finanziaria tra sostenibilità e profitto*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, 145 ss.
- STRAMPELLI G., *L'informazione societaria a quindici anni dal t.u.f.: profili evolutivi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2014, 1039 ss.

- STRAMPELLI G., *Sistemi di controllo e indipendenza nelle società per azioni*, Milano, Egea, 2013
- STRAMPELLI G., BALP G., *Preserving Capital Markets Efficiency in the High-Frequency Trading Era*, in *University of Illinois Journal of Law, Technology & Policy*, 2018, 349 ss.
- TARABUSI M., *Commento all'art. 154-ter t.u.f.*, in *Commentario T.u.f. Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, a cura di F. Vella, II, Torino, Giappichelli, 2012, 1659 ss.
- TARELLO G., *L'interpretazione della legge*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da A. Cicu e F. Messineo, continuato da L. Mengoni, Milano, Giuffrè, 1980, 64 ss.
- TERRANOVA G., *Commento all'art. 130 t.u.f.*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova, Cedam, 1998, 1196 ss.
- THOMAS R.S., GIUDICI P., VAROTTIL U. (a cura di), *Research Handbook on Shareholder Inspection Rights. A Comparative Perspective*, Cheltenham, Elgar, 2023
- TOMBARI U., *Diritto dei gruppi di imprese*, Milano, Giuffrè, 2010
- TOMBARI U., *Le categorie speciali di azioni nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2007, 965 ss.
- TOMBARI U., *Le nuove prospettive dell' "informazione societaria": il dialogo tra organo amministrativo e soci al di fuori del contesto assembleare*, in *Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, a cura di U. Tombari, Torino, Giappichelli, 2018, 2 s.
- TOMBARI U., *Problemi in tema di alienazione della partecipazione azionaria e attività di due diligence*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, 65 ss.
- TOMBARI U., *Riforma del diritto societario e gruppo di imprese*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 62 s.
- TOMBARI U., *Verso uno «statuto speciale» degli amministratori indipendenti (Prime considerazioni sul d.lgs. n. 303/2006 e sulle modifiche al Regolamento Consob in materia di emittenti)*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, I, 51 ss.
- TUCCI A., *Il ruolo dei soci ed i patti parasociali*, in *Analisi giur. econ.*, 2007, 448-450
- VALENSISE P., A. SACCO GINEVRI, I. BUI, *L'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni europee sugli abusi di mercato (MAR)*, settembre 2018, disponibile su www.dirittobancario.it.
- VALIANTE D., *GameStop*, storia di una tragedia annunciata, 16 febbraio 2021, disponibile su www.lavoce.info
- VELLA F., *Equity crowdfunding, sistemi di negoziazione e mercati regolamentati, in Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, a cura di P. Montalenti e M. Notari, Milano, Giuffrè, 2020, 131 ss.
- VELLA F., *La presentazione della lista del c.d.a. da parte del consiglio uscente. Relazione al seminario della Direzione di Giurisprudenza Commerciale del 21 maggio 2022*, in

- Giur. comm.*, 2022, I, 1121
- VELLA F., *Le società aperte: oltre il TUF? Per una discussione*, in *Analisi giur. econ.*, 2019, 431 ss.
- VELLA F., *Le società holding*, Milano, Giuffrè, 1993
- VENTORUZZO M., *Commento all'art. 92 t.u.f.*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza. Commentario*, a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, I, Milano, Giuffrè, 1999, 9 ss.
- VENTORUZZO M., *Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Developments*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2014, 571 ss.
- VENTORUZZO M., *GameStop: le regole in gioco*, 2 febbraio 2021, disponibile su www.lavoce.info
- VENTORUZZO M., *Insider di sé stesso*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati*, a cura di P. Marchetti, F. Ghezzi e R. Sacchi, Milano, Giuffrè, 2020, 207 ss.
- VENTORUZZO M., *Lo strano caso dell'insider di sé stesso*, 25 giugno 2019, disponibile su www.lavoce.info
- VENTORUZZO M., *Note sulla lista del consiglio uscente per l'elezione degli amministratori nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, 1398 ss.
- VISENTINI B., *L'informazione societaria e gli azionisti*, in *Riv. soc.*, 1981, 799 ss.
- VIVANTE C., *Trattato di diritto commerciale*⁵, Milano, Vallardi, 1922
- WINTER J.W., *Shareholder Engagement and Stewardship. The realities and illusions of institutional share ownership*, 2011, disponibile su www.ssrn.com
- ZANARONE G., *Della società a responsabilità limitata*, II, artt. 2475-2483 c.c., in *Commentario al codice civile*, fondato da P. Schlesinger e diretto da F.D. Busnelli, Milano, Giuffrè, 2010, 1105
- ZANARONE G., *Introduzione. La disciplina transtipica dell'informazione societaria*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*, a cura di P. Marchetti, F. Ghezzi e R. Sacchi, Milano, Giuffrè, 2020, 1 ss.
- ZANARONE G., *La s.r.l.*, Milano, Giuffrè, 2023
- ZANARONE G., *La tendenziale transtipicità dell'informazione societaria (un processo ancora incompiuto)*, in *Analisi giur. econ.*, 2013, 7 ss.
- ZOPPINI A., *Il CdA può parlare con i soci di controllo*, in *Il Sole24Ore*, 5 aprile 2017, 35
- 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, Giappichelli, 2018, 91

INDICE DEI DOCUMENTI

- ASSOGESTIONI, *Investitori retail, la Commissione Ue interroga gli operatori sulle azioni per supportarli al meglio*, 15 giugno 2021, disponibile su www.assogestioni.it
- ASSOGESTIONI, *Principi italiani di stewardship per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate*, 2016, 7, disponibile su www.assogestioni.it
- ASSONIME, *Circolare n. 11/2010. Il recepimento della direttiva europea sui diritti degli azionisti con il d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27: gli effetti sugli statuti delle società quotate e i nuovi termini per le assemblee*, in *Riv. soc.*, 2010, 570
- ASSONIME, *Circolare n. 45/2008. La relazione finanziaria semestrale*, in *Riv. soc.*, 2008, 1195 ss.
- ASSONIME, *Circolare n. 6*, 13 marzo 2024, 71 s., disponibile su www.assonime.it
- ASSONIME, *Il ruolo dell'assemblea: say on pay, say on climate*, *Interventi*, n. 6, in 2022, 1 ss., disponibile su www.assonime.it
- ASSONIME, *La revisione del Regolamento sugli abusi di mercato: la posizione di Assonime*, *Note e Studi*, 2019, 11, 14
- ASSONIME, *La riunione assembleare con mezzi di telecomunicazione. Questioni e prospettive*, *Studio n. 2 del 4 marzo 2022*, in *Riv. soc.*, 2022, 227 ss. e in *Riv. not.*, 2022, 117 ss.
- ASSONIME, *Principles for the companies' dialogue with shareholders*, 28 maggio 2021, disponibile su www.assonime.it
- BLACKROCK, *2022 climate-related shareholder proposals more prescriptive than 2021, Investment Stewardship. Commentary*, maggio 2022, disponibile su www.blackrock.com
- BORSA ITALIANA S.P.A., *Avviso n. 13293. Emittenti STAR: chiarimenti impatto MAR*, 4 luglio 2016, 1 s., disponibile su www.borsaitaliana.it
- BORSA ITALIANA S.P.A., voce «Investor relator», in *Glossario finanziario*, disponibile su www.borsaitaliana.it
- CONSOB, *Q&A del 18 marzo 2021 sull'informazione selettiva nei confronti dei soci e, in particolare, del socio di controllo nonché sulla pubblicazione delle informazioni privilegiate relative ai piani industriali*, disponibile su www.consob.it
- CONSOB, *Adozione delle Linee Guida in materia di "Gestione delle Informazioni privilegiate" e "Raccomandazioni di investimento"*, *Relazione illustrativa*, 2017, 3, disponibile su www.consob.it
- CONSOB, *Modifiche al regolamento n. 11971 in materia di emittenti e al regolamento n. 16191 in materia di mercati. Primi esiti degli approfondimenti condotti nell'ambito dei tavoli di lavoro "concorrenza fra sistemi di regole e vigilanza" e "semplificazione regolamentare del mercato finanziario italiano". Documento di consultazione*, 25 luglio 2011, disponibile su www.consob.it
- ESMA, *Orientamenti relativi al regolamento sugli abusi di mercato (MAR). Ritardo nella*

- comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate (ESMA/2016/1478)*, 20 ottobre 2016, disponibile su www.esma.com
- EUROPEAN COMMISSION, *Action Plan on European company law and corporate governance: Frequently Asked Questions (scheda informativa)*, 12 dicembre 2012, disponibile su www.ec.europa.eu
- EUROPEAN COMMISSION, *Green paper: Corporate Governance in financial institutions and remuneration policies*, in COM(2010) 284, 2 giugno 2010, 16 ss.
- EUROPEAN COMMISSION, *Questions and answers on the Retail Investment Package*, 24 maggio 2023, disponibile su www.ec.europa.eu
- ISS, *The Rise of Say on Climate Proposals*, 2022, disponibile su www.isscorporatesolutions.com
- PWC, *Retail Investment Strategy. La riforma degli incentivi nella distribuzione alla clientela retail*, 2023, 1 ss., disponibile su www.pwc.com

INDICE DELLA GIURISPRUDENZA

- Cass., 12 ottobre 1994, n. 8332, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1995, I, 1153 ss., con nota di S. PASQUINO, *Diritto di ispezione e diritto di ottenere estratti dal libro dei soci*; in *Società*, 1995, 175 ss., con commento di A. FABRIZIO, *Nessun limite alla richiesta di estratti del libro soci*; in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, II, 649 ss., con nota redazionale di richiami; in *Giust. civ.*, 1995, I, p. 123 ss.
- Cass., 13 settembre 2007, n. 19169, in *Giur. comm.*, 2009, II, 54 ss., con nota di A.V. GUCCIONE, *Il problema della validità della clausola che attribuisce agli amministratori di società quotata la facoltà di presentare una propria lista di candidati sindaci*
- Cass., 16 ottobre 2017, n. 24310, su cui S. LOMBARDO, *L'insider di sé stesso alla luce della decisione della Corte di Cassazione (civile)*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 666 ss.
- CGCE, 22 novembre 2005, procedimento C-384/02, *Knud Grøngaard e Allan Bang*, pubblicata in *Riv. dir. soc.*, 2007, II, 108 ss., nonché in *Foro it.*, 2006, 345 ss., con nota di richiami di G. CARRIERO
- CGUE, 28 giugno 2012, causa C-19/11, *Markus Geltl v. Daimler AG*
- CGUE, 10 settembre 2009, procedimento C-45/08, *Spector Photo Grp. NV v. Commissie voor het Bank, Financier- en Assurantie- wezen*
- Pret. Roma, 15 gennaio 1988, in *Riv. dir. comm.*, 1988, II, 307 ss.
- Trib. Bologna, 16 dicembre 1993, *Giur. comm.*, 1995, II, 614 ss.
- Trib. Bologna, 23 luglio 2018, *Società*, 2018, 1380 ss., con nota di A. MORELLO, *Lineamenti di una teoria e commenti su un caso di negata due diligence*
- Trib. Crema, 22 febbraio 1990, *Giur. comm.*, 1990, II, 616 ss., con nota di E. RIMINI, *L'art. 2422 c.c. e i limiti del diritto di ispezione del socio*
- Trib. Crema, 7 marzo 1990, *Società*, 1990, 768 ss., con commento di T.M. CAVALIERE, *Ampiezza del diritto dell'azionista di ottenere estratti dei libri ispezionati*, *Giur. it.*, 1990, 417 ss.
- Trib. Mantova, 18 giugno 1956, in *Foro pen.*, 1956, 645 ss., con commento di R. GERACI, *Note sul diritto dei soci di ispezione dei libri sociali*
- Trib. Milano, 30 marzo 1993 e Id., 22 aprile 1993, *Giur. comm.*, 1993, II, 743 ss., con nota di E. RIMINI, *Il diritto di ottenere estratti del libro soci e il possesso della qualità di socio: un caso particolare*
- Trib. Parma, 19 settembre 2000, in *Dir. giur. agr.*, 2001, 481 ss., con nota di A. GRASSO, *Sul diritto del socio di ispezionare i libri sociali nelle cooperative*
- Trib. Roma, 1° aprile 2019, in *Foro it.*, 2019, 2559, con nota di richiami di A. CAPIZZI
- Trib. Torino, 12 luglio 2013, in *giurisprudenzadelleimprese.it*, con massima di M. MUSITELLI, *Insussistenza del diritto del socio di s.p.a. a consultare la documentazione contabile della società*

