

RIVISTA DI DIRITTO DELL'IMPRESA
2/2020



Edizioni Scientifiche Italiane

Rivista di Diritto dell'Impresa

Fondata da: Franco Di Sabato

Direttore responsabile: Astolfo Di Amato

Direzione: Niccolò Abriani, Carlo Amatucci, Antonio Blandini, Astolfo Di Amato, Daniela Di Sabato, Aurelio Gentili, Vincenzo Meli, Aurelio Mirone, Giuseppe Niccolini, Andrea Paciello, Fabio Padovini, Gianmaria Palmieri, Vincenzo Ricciuto, Renato Santagata, Giuliana Scognamiglio.

Comitato di direzione: Niccolò Abriani, Antonio Blandini, Daniela Di Sabato, Vincenzo Ricciuto, Giuliana Scognamiglio.

Comitato scientifico: Maurizio Ammendola, Amedeo Bassi, Mario Campobasso, Donato Carusi, Andrea Castaldo, Paolefisio Corrias, Raffaele Di Raimo, Giuseppe Fauceglio, Carlo Ibba, Fabiana Massa, Marco Maugeri, Nicola Mazzacuva, Giovanni Perlingieri, Pietro Perlingieri, Nicola Rocco di Torrepadula, Marcella Sarale, Chiara Tenella Sillani, Francesco Tesauro.

Comitato scientifico internazionale: Josefina Boquera Materradona, Andrey Bushev, Jesús Estruch Estruch, Stefan Grundmann, François Xavier Lucas, Jonathan R. Macey, Andrés Recalde Castells, Michel Verpeaux, Nathalie Voser.

Responsabili della valutazione: Daniela Di Sabato, Renato Santagata.

Comitato di redazione: Ettore Battelli (caporedattore), Giovanni Agrusti, Carlo Bavetta, Clelia Buccico, Ciro Caccavale, Valerio Cintio, Camilla Crea, Oreste De Cicco, Annamaria Dentamaro, Alessio Di Amato, Gennaro Di Martino, Cristiana Fiengo, Enzo Maria Incutti, Sergio Locorotolo, Francesco Longobucco, Francesco Saverio Porcelli, Melania Ranieli, Gabriele Salvi, Carla Solinas.

Osservatorio delle Corti e sulle Autorità indipendenti: Adelaide Amendola, Anna Argentati, Stanislao De Matteis, Giuseppe Dongiacomo, Fabio Miccio, Loredana Nazzicone.

La *Rivista di diritto dell'impresa* subordina la pubblicazione di ogni scritto a una procedura di referaggio che garantisce l'anonimato dell'Autore e dei singoli revisori (c.d. *double blind peer-review*), nonché l'obiettività e la ponderatezza del giudizio. A tal fine la Direzione potrà avvalersi di uno o più Responsabili della valutazione, i quali disgiuntamente sottopongono il contributo ad almeno due *referee* esterni scelti tra i Professori ordinari di prima fascia, italiani e stranieri, in ragione della loro autorevolezza, della competenza specifica richiesta e dell'eventuale natura interdisciplinare del contributo. I *referee* ricevono l'elaborato da valutare senza l'indicazione dell'Autore; all'Autore non viene comunicata l'identità dei *referee*. Il giudizio motivato potrà essere positivo (pubblicabilità); positivo con riserva, ossia con l'indicazione della necessità di apportare modifiche o aggiunte (pubblicabilità condizionata); negativo (non pubblicabilità). Esso sarà trasmesso alla Direzione che, direttamente o tramite un Responsabile della valutazione, provvederà a comunicarlo all'Autore, sempre garantendo l'anonimato dei *referee*. I contributi giudicati meritevoli possono essere oggetto di pubblicazione nella Rivista in base all'insindacabile valutazione della Direzione. Qualora i *referee* esprimano un giudizio positivo con riserva, la Direzione, con la supervisione dei Responsabili della valutazione, autorizza la pubblicazione soltanto a seguito dell'adeguamento del contributo, assumendosi la responsabilità della verifica. Nell'ipotesi di valutazioni contrastanti dei *referee* sarà la Direzione a decidere circa la pubblicazione del contributo, anche affidando l'ulteriore valutazione a terzi. La Direzione può assumere la responsabilità delle pubblicazioni di studi provenienti da autori, stranieri o italiani, di consolidata esperienza e prestigio tali che la presenza del loro contributo si possa reputare di per sé ragione di lustro per la Rivista.

L'accettazione di un lavoro ai fini della pubblicazione implica il vincolo per l'Autore a non pubblicarlo altrove o a non pubblicare parti di esso in altra rivista senza il consenso scritto dell'Editore secondo le modalità concordate con l'Editore stesso.

Tutti i contributi sono pubblicati nel fascicolo secondo i criteri ANVUR.

Le medesime regole valgono anche per i *Quaderni della Rivista di diritto dell'impresa*.

Registrato presso il Tribunale di Napoli al n. 4000 del 6 marzo 1990. Responsabile: Astolfo Di Amato. Copyright by Edizioni Scientifiche Italiane - Napoli.

Periodico esonerato da B.A.M. art. 4, 1° comma. n. 6, d.P.R. 627 del 6 ottobre 1978.

Sommario

SAGGI

- 277 S. CAPPIELLO e U. MORERA, *L'assemblea nelle società quotate*
305 M. GAMBINI, *Responsabilità civile e controlli nei trattamenti algoritmici*
341 A. ALPINI, *Credito privilegiato del Fondo di garanzia e inadempimento del beneficiario*
355 F. SUDIERO, *Differenza tra vendita e appalto: un possibile approccio "conservativo"*

CASI E PARERI

- 397 Trib. Vicenza, 9 gennaio 2019, *Presidente Rel. Limitone* – commento di F. BURIGO, *Osservazioni in merito al procedimento per la dichiarazione di insolvenza dell'impresa bancaria in liquidazione coatta amministrativa*
413 Trib. Padova., Sez. II, 5 febbraio 2019 – Giudice Bertola – G. c. Intesa Sanpaolo SpA. commento di G. MOLLO, *La nozione di "controversia" nella disciplina della liquidazione coatta amministrativa delle "banche venete"*
425 Lodo Collegio Arbitrale, Lodo 15 Aprile 2019; Perrino *Presidente* - Abriani e De Poli *Arbitri* - C.S. - Alfa s.p.a., commento di A. CATANIA, *Il non uso può essere indizio dell'abuso del diritto*

OSSERVATORIO

- 463 G. FARINA, *Sulla fattispecie della società irregolare partecipata da società di capitali*
503 A. RUSSO, *Il diritto societario in Canada. Appunti di diritto comparato*

L'assemblea nelle società quotate*

di STEFANO CAPPIELLO e UMBERTO MORERA

SOMMARIO: 1. La disciplina dell'assemblea delle società quotate tra valorizzazione dell'investimento e partecipazione al governo societario. – 2. La distinzione tra indici di legittimazione alla partecipazione all'assemblea e titolarità dell'azione: *record date* ed *ex date*. – 2.1. Le implicazioni della *record date* per i diritti di impugnazione, di recesso e di presentazione delle liste. – 2.2. La comunicazione della registrazione in conto: poteri, doveri e responsabilità. – 3. L'informativa pre-assembleare: le modalità di convocazione e di pubblicazione; la centralità del sito internet; l'integrazione dell'ordine del giorno; il diritto di porre domande. L'informativa post-assembleare. – 4. Partecipazione e voto a distanza. – 5. La disciplina della rappresentanza e della sollecitazione delle deleghe di voto. – 6. Spunti di riflessione sull'"assemblea virtuale".

1. «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 è una condizione preliminare per un buon governo societario e dovrebbe quindi essere agevolato e incoraggiato».

Vale prendere le mosse da questo *incipit* del terzo "considerando" della prima direttiva europea "relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate" (direttiva 2007/36/CE, c.d. *Shareholders' Rights Directive*, ovvero SHRD I) poiché vi si esplicitano in maniera chiara i due fondamentali interessi sottesi alla disciplina speciale della partecipazione all'assemblea delle società quotate: (i) l'interesse a regole di esercizio dei diritti di voto in assemblea che conferiscano un grado di certezza idoneo al

* Il saggio, con alcune modifiche, è destinato alla pubblicazione ne "Il testo unico finanziario", a cura di M. Cera e G. Presti, Zanichelli, Bologna. Sebbene sia frutto di riflessioni comuni e il primo e l'ultimo paragrafo siano stati scritti insieme, nel presente scritto i paragrafi 2 e 3 sono attribuibili a Stefano Cappiello (le cui opinioni sono personali), mentre i paragrafi 4 e 5 sono attribuibili a Umberto Morera.

corretto *apprezzamento* (nel senso etimologico del termine) *anche dei diritti di voto* e alla conseguente *negoziiazione sul mercato*¹; (ii) l'interesse a favorire la possibilità dell'azionista di contribuire al "buon governo societario", grazie a un sistema di regole che favorisca l'esercizio individuale e/o l'aggregazione dei diritti di voto e renda meno "costoso", specie per gli investitori istituzionali², risolvere il problema dell'azione collettiva e dell'apatia degli azionisti di minoranza.

Sostegno ai meccanismi di mercato, attraverso il rafforzamento della possibilità di disinvestimento anche con riferimento ai diritti di voto (*exit*) e potenziamento della tecnologia a servizio di un effettivo e informato esercizio dei diritti di voto (*voice*): sono queste le due chiavi di lettura che occorre utilizzare per comprendere appieno i tratti caratterizzanti della disciplina dell'assemblea nella società quotata in confronto alla corrispondente disciplina nelle altre forme organizzative societarie.

Tratti che, come si vedrà, possono essere ricondotti a quattro fondamentali aree tematiche, in cui i suddetti obiettivi di fondo informano la disciplina legale: (i) il sistema di legittimazione alla partecipazione in assemblea e all'esercizio dei diritti di voto fondato sulla *record date*; (ii) il maggior coinvolgimento degli azionisti nelle attività prodromiche allo svolgimento dell'assemblea; (iii) la partecipazione e il voto a distanza; (iv) il regime della rappresentanza in assemblea e delle deleghe di voto, con la connessa disciplina sui consulenti di voto.

Exit e *voice* che, in questa materia, si presentano a ben vedere strettamente interconnessi e non quali tecniche alternative di reazione dell'azionista in rapporto al governo societario, come invero

¹ G. GUIZZI, *Gli azionisti e l'assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, 9, osserva come il sistema «consente di monetizzare un doppio valore, quello delle azioni come tali, e quello più specifico, del voto nel contesto di una determinata, specifica, assemblea a cui si è ancora legittimati a intervenire». Analogamente, R. LEENER, *L'intervento in assemblea*, in *Tratt.* Bessone, Giappichelli, Torino, 2000, 124, il quale osserva come nella disciplina in questione il diritto di voto sia «divenuto esso stesso un valore suscettibile di negoziazione autonoma rispetto alla partecipazione azionaria». Difusamente, in merito alle implicazioni in termini di incentivi degli azionisti e al potenziale impatto sul governo societario che può avere il mercato dei voti in vista di un'assemblea, cfr. M. GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista e legittimazione all'esercizio del voto nelle s.p.a. quotate*, Giappichelli, Torino, 2012, 267 ss.

² Per la distinzione tra azionisti *imprenditori* (in *primis* i detentori di partecipazioni di controllo), azionisti *investitori* (ad esempio gli investitori istituzionali e i fondi) e azionisti *risparmiatori* (che per le ridotte dimensioni dell'investimento non hanno alcun incentivo a sopportare i costi di informazione e di intervento in assemblea in caso di dissenso), cfr. per tutti P.G. JAEGER, *Gli azionisti: spunti per una discussione*, in *Giur. comm.*, I, 1993, 38 ss.

si potrebbe essere portati intuitivamente a pensare in relazione a questa tassonomia³.

Exit e *voice* risultano in questo contesto complementari e, anzi, in rapporto di mutuo sostegno, poiché, in un sistema in cui i diritti di voto possono essere correttamente (ap)prezzati e negoziati (*exit*), il corrispondente mercato può rivelarsi un sistema di aggregazione efficiente dei diritti di voto e contribuire così al rafforzamento dei meccanismi di *voice*, agevolando il superamento del suddetto problema di apatia razionale degli azionisti di minoranza e contribuendo al “buon governo societario”⁴, cui fa riferimento il citato considerando della prima direttiva.

Al contempo, il minor costo per gli azionisti di minoranza nella raccolta di informazioni e aggregazione delle rispettive partecipazioni ai fini del diritto di voto, senza peraltro dover rinunciare alla possibilità di cessione dell'intera partecipazione sul mercato alla vigilia dell'assemblea⁵, non soltanto rappresenta un fondamentale incentivo all'attivismo in assemblea da parte degli investitori istituzionali (*voice*), ma può anche rafforzare il valore dell'eventuale opzione di disinvestimento (*exit*), considerato il maggior valore di realizzo conseguente al maggior peso marginale del diritto di voto in situazioni di controllo non stabile.

2. L'attuazione della direttiva SHRD I mediante il d.lg. 27 gennaio 2010, n. 27 (e le correzioni introdotte con il d.lg. 18 giugno 2012, n. 91) ha comportato una completa rivisitazione del sistema di identificazione del soggetto legittimato all'intervento e all'esercizio del voto

³ Cfr. A.O. HIRSCHMAN, *Exit, voice and loyalty. Responses to decline in firms, organizations and states*, Harvard University Press, Cambridge, 1970.

⁴ Cfr. M. GARGANTINI, *Identificazione*, cit., 321, ove si conclude che «la possibilità di accrescere il rapporto tra voti disponibili e azioni detenute può ben essere impiegata per rafforzare e non, al contrario, indebolire il perseguimento dell'interesse alla valorizzazione del patrimonio, permettendo forme di arbitraggio capaci di fare affluire i voti verso gli investitori meno soggetti a fenomeni di apatia razionale e che meglio siano in grado di valutare le conseguenze delle deliberazioni sottoposte all'assemblea». In tal senso cfr. ad esempio il caso Telco-Telecom descritto da A. OLIVIERI, *Telco resta maggioranza nel nuovo board Telecom*, in *Il Sole 24 Ore*, 13 aprile 2011, 41.

⁵ Come ben osserva B. LIBONATI, *Assemblea e patti parasociali*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2002, 463, prima dell'introduzione della *record date*, il blocco della cessione delle azioni come condizione per l'accesso in assemblea rappresentava un fondamentale disincentivo alla partecipazione in assemblea da parte degli investitori istituzionali. Per indagini empiriche che dimostrano, dopo l'introduzione del sistema della *record date*, un incremento delle presenze in assemblea degli investitori istituzionali, specie di società di gestione di fondi comuni, nonché una presenza, non puramente occasionale, di un voto di questi soggetti in contrasto con il gruppo di controllo, cfr. M. NOTARI, *Diritti di voce degli azionisti e tutela delle minoranze*, in *Il testo unico della finanza: un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. Annunziata, Egea, Milano, 2015, 254 ss.

in assemblea⁶ in relazione alle azioni, alle obbligazioni e alle eventuali categorie speciali di azioni soggette al regime di gestione accentrata.

Come è stato giustamente osservato, già la collocazione nel corpo del t.u.f. (Capo IV) delle norme in questione – conservando l'art. 2370 c.c. le sole disposizioni relative ai titoli azionari cartacei (o alle società che non abbiano emesso azioni ai sensi dell'art. 2346, comma 2, c.c.) – sta a indicare, da un punto di vista sistematico, «che, nell'ottica del legislatore del d.lg. 27 del 2010, la legittimazione all'esercizio dei diritti assembleari non può che risentire dell'organizzazione dei sistemi di gestione accentrata delle azioni, anche in forma dematerializzata, e deve pertanto necessariamente integrarsi con la disciplina relativa a tali sistemi.

Nell'interpretare le norme contenute nell'art. 83-*sexies* e nelle altre disposizioni rilevanti dovrà quindi essere tenuto in considerazione il fatto che le regole sulla legittimazione e quelle sulla gestione accentrata si inquadrano in un rapporto non già di gerarchia, quanto piuttosto di coordinamento reciproco»⁷.

Ai sensi dell'art. 83-*sexies*, comma 2, t.u.f., per le società con azioni ammesse alla negoziazione con il consenso dell'emittente nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione⁸ italiani o di altri Paesi dell'Unione europea, la legittimazione all'intervento e all'esercizio del voto è determinata in via inderogabile⁹ sulla base delle scritture contabili tenute dagli intermediari (ai sensi dell'art. 83-*quater*, comma 3, t.u.f.) alla chiusura della giornata contabile del settimo giorno di mercato aperto precedente la data dell'assemblea¹⁰ (la c.d. *record date*).

⁶ Ai sensi dell'art. 2370, comma 1, c.c., nel testo introdotto dal d.lg. 27 gennaio 2010, n. 27, in recepimento della SHRD I, il diritto di intervento in assemblea è riconosciuto in connessione strumentale all'esercizio del diritto di voto. Ritiene possibile che gli statuti deroghino a un simile assetto legale, «prevedendo categorie di titoli privi di voto ma dotati di diritti di intervento», R. LENER, *op. cit.*, 100 s.; cfr. P. LUCANTONI, *Il voto in assemblea. Dall'organizzazione al mercato*, Giappichelli, Torino, 2012, 138.

⁷ M. GARGANTINI, *Identificazione*, cit., 244.

⁸ Sebbene non fosse richiesto, il legislatore italiano, nel recepimento della direttiva, ha esteso la disciplina alle azioni ammesse alla negoziazione nei sistemi multilaterali di negoziazione e alle assemblee di strumenti finanziari ammessi alla negoziazione nei mercati regolamentati (d.lg. 18 giugno 2012, n. 91).

⁹ Come peraltro si deduce *a contrario* dal terzo comma del medesimo articolo, in base al quale il sistema della *record date* si configura come un'opzione statutaria per le società le cui azioni siano dematerializzate ma non quotate o non ammesse in un sistema multilaterale di negoziazione; cfr. L. FURGIUELE, *La legittimazione all'esercizio del voto in assemblea*, in *I diritti degli azionisti nelle società quotate*, a cura di G. Marasà e N. Ciocca, Giappichelli, Torino, 2015, 131.

¹⁰ La norma precisa che il termine di sette giorni decorre dalla prima convocazione dell'assemblea, purché le date delle successive convocazioni siano indicate nell'avviso; in caso contrario, il computo del termine avverrà con riguardo alla data di ciascuna convo-

Specifica inoltre la disposizione che nessun valore assumono, ai fini della legittimazione, le eventuali registrazioni in accredito e in addebito compiute successivamente a tale data, permanendo quindi la legittimazione in capo a colui in favore del quale le azioni risultino registrate al termine della *record date* (che per questo è da considerare una *close of business date*)¹¹.

A tal fine è importante peraltro tener presente che ciò che rileva non è la data della negoziazione dei titoli (*trading date*), quanto il momento della decurtazione della disponibilità dei titoli sul conto di registrazione dell'alienante; sicché, poiché il "ciclo di regolamento" si chiude entro il terzo giorno successivo alla negoziazione, «risulteranno legittimati coloro che abbiano concluso il contratto di negoziazione in vendita a partire dal nono giorno di mercato aperto prima dell'assemblea (*ex date*)»¹².

Con il sistema della *record date* il legislatore finisce dunque per riconoscere definitivamente la possibilità di situazioni di scollamento (temporaneo) tra titolarità formale delle azioni e legittimazione all'esercizio dei diritti connessi alle medesime¹³; essendo questi ultimi individuati in relazione: ai vincoli tecnici imposti dai sistemi di gestione accentrata; alle esigenze degli emittenti, degli azionisti e del mercato a una gestione standardizzata e automatizzata dell'evento assembleare (e dunque più sicura quanto al rischio di caducazione delle delibere da adottare); all'interesse alla massimizzazione del risultato dell'investimento azionario anche attraverso la negoziazione del diritto di voto in un determinato evento assembleare, separatamente dalla negoziazione della partecipazione azionaria¹⁴.

cazione. Il riferimento è all'ipotesi in cui sia lo statuto della società a stabilire le plurime convocazioni ai sensi dell'art. 126 t.u.f., posto che altrimenti, ai sensi dell'art. 2369, comma 1, c.c., le assemblee delle società quotate si tengono in unica convocazione (cfr. *infra*).

¹¹ M. GARGANTINI, *Identificazione*, cit., 11 e 249.

¹² M. GARGANTINI, *Identificazione*, cit., 249; R. LENER, *op. cit.*, 121; P. LUCANTONI, *op. cit.*, 145; A. TUCCI, *Acquisto a termine di azioni immesse in gestione accentrata ed esercizio del diritto di recesso*, in *Banca borsa tit. cred.*, II, 2002, 327.

¹³ Situazione di scissione temporanea peraltro già possibile, di fatto, prima dell'introduzione della *record date*, considerato lo iato temporale tra negoziazione e conclusione del ciclo di regolamento (*settlement*), come ben nota M. GARGANTINI, *Identificazione*, cit., 262 ss.

¹⁴ «In altri termini, il diritto di voto è divenuto esso stesso un *valore* suscettibile di negoziazione autonoma rispetto alla partecipazione azionaria: il legittimato al voto che venda le azioni dopo la *record date* potrà così anche negoziare le modalità di esercizio del voto, tanto con l'acquirente delle azioni quanto con altri soggetti...»; così R. LENER, *op. cit.*, 124, ripreso anche da P. LUCANTONI, *op. cit.*, 146. In senso analogo G. GUIZZI, *Gli azionisti*, cit., 9. Peraltro, sulla legittimità della vendita del voto cfr. già E. SCIMEMI, *La vendita del voto nelle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2003, *passim*; F. GUERRERA, *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Giappichelli, Torino, 2004, 113; R. WEIGMANN, *Concorrenza e mercato azionario*, Giuffrè, Milano, 1978, 124 ss.

Così come altre precedenti discipline e fattispecie, che già avevano indotto la dottrina a un ripensamento circa la tradizionale impostazione giuridica dell'inscindibilità della partecipazione azionaria¹⁵, anche la disciplina della *record date* finisce per realizzare – in ragione dei suddetti interessi riconosciuti meritevoli di tutela dall'ordinamento – una scissione tra regole di legittimazione e titolarità della partecipazione, confermando sia la preminenza della prospettiva oggettiva e procedimentale nella disciplina dell'evento assembleare¹⁶ rispetto alle vicende soggettive della partecipazione, sia «la particolarità, intrinseca alla natura stessa dello strumento finanziario azionario, di consentire lo scorporo di situazioni giuridiche specifiche, in precedenza inglobate nel rapporto partecipativo, costituendole come diritti autonomi al di fuori di esso»¹⁷.

Coerentemente quindi con la ricostruzione sistematica della disciplina dei titoli azionari che esclude la sussistenza di un vero e proprio rapporto di credito tra socio e società¹⁸ e sottolinea la non riconducibilità dello strumento finanziario azionario ai titoli di credito¹⁹, la dottrina prevalente conclude nel caso in questione per l'esclusione del potere della società, nella persona del presidente dell'assemblea, di eccepire il difetto di titolarità dell'azione (ovvero l'*exceptio doli*) all'azionista che risulti iscritto regolarmente ai sensi dell'art. 86-*sexies* ma abbia alienato il titolo azionario successivamente alla *ex date*²⁰, quand'anche il fatto fosse noto con certezza²¹.

¹⁵ Il riferimento è al caso del pegno (art. 2352, comma 1, c.c.), del contratto di riporto e della vendita a termine; e su altre fattispecie prese in considerazione da E. SCIMEMI, *op. cit.*, 141 ss.; M. MAUGERI, *Record date e "nuova" inscindibilità della partecipazione azionaria*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2011, 123 s.; G. PELLIZZI, *Sull'intestazione fiduciaria di azioni nominative*, in *Riv. soc.*, 1981, 627.

¹⁶ Il riferimento è ovviamente a P. FERRO-LUZZI, *La conformità delle delibere assembleari alla legge e all'atto costitutivo*, Giuffrè, Milano, 1976 (rist. inalt. 1993), *passim*; cfr. anche, proprio relativamente alla *record date*, P. LUCANTONI, *op. cit.*

¹⁷ B. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Giuffrè, Milano, 1999, 163; M. GARGANTINI, *Identificazione*, cit., 279.

¹⁸ G. GUIZZI, *Il titolo azionario come strumento di legittimazione*, Giuffrè, Milano, 2000, 3, 33, 116 ss.; B. LIBONATI, *Titoli di credito*, cit., 159; M. GARGANTINI, *Identificazione*, cit., 282.

¹⁹ G. GUIZZI *Il titolo azionario*, cit., 37 ss.; B. LIBONATI, *Titoli di credito*, cit., 160 ss.

²⁰ N. ABRIANI, *L'assemblea*, in *Trattato di dir. comm.* Cottino, IV.1, Cedam, Padova, 2010, 467; G. GUIZZI, *Gli azionisti*, cit., 8; L. CALVOSA, *L'intervento e il voto in assemblea dopo l'attuazione della direttiva sull'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, 355 ss.; M. GARGANTINI, *Identificazione*, cit., 274 ss.; R. LENER, *op. cit.*, 124; P. LUCANTONI, *op. cit.*, 146; M. MAUGERI, *op. cit.*, 107 ss. *Contra*, per l'applicabilità dell'eccezione, N. DE LUCA, *La nuova disciplina della gestione accentrata e della legittimazione degli azionisti (recepimento della direttiva sui diritti degli azionisti di società quotate)*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2010, 394; A. GAMBINO, *Intervento al seminario "il recepimento della direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti"*, in *Giur. comm.*, I, 2011, 998.

²¹ In ogni caso, sulla difficoltà (se non sull'impossibilità, considerati gli attuali mezzi

È stato peraltro rilevato come, per un verso, un *sistematico* ricorrere di situazioni di scissione tra interesse economico e legittimazione al voto (c.d. *decoupling*)²² costituisca uno scenario assai remoto²³ e in ogni caso scongiurato dall'operatività dei meccanismi a presidio dello scopo istituzionale del lucro oggettivo e soggettivo²⁴; mentre, per altro verso, singole ed eventuali condotte strategiche di soci che si avvalgano della data di registrazione allo scopo di perseguire vantaggi in contrasto con l'interesse della società e/o di singoli soci possono ben essere contrastate tramite il ricorso alla disciplina del conflitto di interessi, ovvero, secondo i casi, dell'abuso della maggioranza assembleare²⁵. Considerazioni, queste, che appaiono senz'altro condivisibili e inducono a concordare con quanti invitano a non sopravvalutare le ricadute sistematiche della disciplina della *record date* sul dibattito in ordine alla nozione di interesse sociale, osservando che dal sistema della *record date* può, al più, trarsi una conferma della tendenza dell'ordinamento a favorire una sorta di "neo-istituzionalismo", diretto alla tutela dell'efficienza organizzativa della società quo-

tecnologici) per la società di avere una fotografia in tempo reale della composizione dell'azionariato al momento dell'apertura dell'assemblea, cfr. M. GARGANTINI, *Identificazione*, cit.

²² Come noto, l'attribuzione del diritto di voto in via generale agli azionisti, e solo agli azionisti, è giustificata proprio dall'essere i medesimi titolari del diritto al residuo sul risultato d'impresa (*residual claimant*) dopo che siano state soddisfatte le altre categorie di finanziatori (dipendenti e manager, fornitori, obbligazionisti, etc.); cfr. per un quadro complessivo del dibattito, R. KRAAKMAN et al., *Anatomy of corporate law*, Oxford University Press, Oxford, 2009, 55 ss. Tale assetto di incentivi viene meno quando la titolarità del voto viene scissa dalla titolarità di tale diritto al residuo; il che può accadere non soltanto nel caso in questione (cfr. le preoccupazioni in proposito espresse da G.B. PORTALE, *La società quotata nelle recenti riforme (note introduttive)*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, 4 s.; V. CALANDRA BUONAURA, *Intervento al seminario "il recepimento della direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti"*, in *Giur. comm.*, I, 2011, 989 s.), ma anche in situazioni in cui il soggetto titolare dell'azione, e del connesso voto, già prima dell'esercizio di quest'ultimo disponga in favore di terzi della sostanza economica del suddetto diritto al residuo (c.d. *empty voting*), ad esempio mediante la conclusione di contratti derivati in conseguenza dei quali il titolare del voto non coincide con il titolare dell'interesse economico sottostante di cui il voto dispone, cfr. G. FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, a cura di P. Balzarini, G. Carcano e M. Ventoruzzo, Giuffrè, Milano, 2007, 629 ss.; B. BLACK e H. HU, *Empty voting and hidden (horphable) ownership: taxonomy, implication and reforms*, in *Business law review*, 2008, 625. Sulle ricadute sistematiche che la *record date* ha nel dibattito sulla liceità della vendita del voto, cfr. M. GARGANTINI, *Identificazione*, cit., 265 s. nonché la letteratura ivi citata alla nota 83.

²³ M. GARGANTINI, *Identificazione*, cit., 316 ss. In senso analogo V. DI CATALDO, *Diritti di voce degli azionisti e tutela delle minoranze*, in *Il testo unico della finanza: un bilancio*, cit., 78.

²⁴ M. GARGANTINI, *Identificazione*, cit., 317 ss.

²⁵ M. GARGANTINI, *Identificazione*, cit., 286. Conf. M. MAUGERI, *op. cit.*, 144 ss. Analogamente, E. SCIMEMI, *op. cit.*, 107 ss.

tata quale strumento di accesso dell'attività d'impresa al mercato del capitale di rischio²⁶.

2.1. La correttezza di questa lettura "riduttiva" della portata sistematica della *record date* – volta a sottolineare come, tramite il meccanismo della registrazione, il legislatore abbia pragmaticamente mirato a trovare un'efficiente composizione tra istanze proprie dell'investimento azionario e del ricorso al mercato del capitale di rischio, da un lato, ed esigenze proprie del procedimento organizzativo societario, dall'altro – sembra corroborata dalla disciplina speciale dettata dall'art. 127-*bis*, comma 1, t.u.f. per l'impugnazione delle delibere assembleari da parte degli azionisti in favore dei quali la registrazione in conto sia avvenuta nel periodo intercorrente tra la *record date* e la data di apertura dei lavori dell'assemblea.

Stabilendo che tali azionisti siano da considerare assenti ai fini dell'art. 2377 c.c. e dunque siano legittimati all'impugnativa – a prescindere da come sia stato esercitato il voto dall'alienante (invero non più socio) che si sia registrato in assemblea prima della cessione delle azioni²⁷ – la disposizione in questione denota un chiaro *favor* per le ragioni dell'investimento e del disinvestimento azionario nelle società quotate. Essa è infatti finalizzata a evitare la sussistenza di un deterrente all'acquisto delle azioni nel periodo intercorrente tra la *record date* e l'assemblea; laddove, in assenza di detta previsione speciale, sia il tenore letterale dell'art. 2377 c.c., che collega la prerogativa dell'impugnazione alle modalità formali con cui il voto è stato in concreto esercitato in assemblea (la norma fa riferimento ai soci assenti, dissenzienti o astenuti), sia le ragioni proprie della stabilità dell'azione sociale, avrebbero potuto indurre a escludere siffatto potere di impugnazione²⁸.

Non sembra invece abbia carattere speciale rispetto alla disciplina di diritto comune l'analoga disposizione contenuta nell'art. 127-*bis*, comma 2, la quale riconosce, nella medesima fattispecie in questione, il diritto di recesso ai soci divenuti tali nel periodo *de quo*.

²⁶ M. GARGANTINI, *Identificazione*, cit., 322 ss., ove anche considerazioni comparative; P. MONTALENTI, *La riforma del diritto societario: prime valutazioni e prospettive*, in *Soc.*, 2005, 18.

²⁷ L. FURGIUELE, *op. cit.*, 142 s.

²⁸ L. FURGIUELE, *op. cit.*, 143 ss. Peraltro, non può neppure del tutto escludersi che la soluzione legislativa prescelta sia stata indotta anche da ragioni di carattere "pragmatico": stante la possibile difficoltà nell'accertare come il diritto di voto sia stato concretamente esercitato in assemblea per le azioni in questione.

Tale effetto risulta infatti del tutto coerente tanto con la lettera dell'art. 2347 c.c., in cui il presupposto del recesso non è collegato al dato formale delle modalità di esercizio del voto in assemblea (la norma si riferisce ai soci che *non hanno concorso* alle delibere), quanto con la funzione precipua dell'istituto del recesso quale strumento di tutela delle ragioni dell'investimento²⁹.

Infine, vale ricordare come il meccanismo della *record date* trovi applicazione anche alla nomina dei membri degli organi di amministrazione e controllo con voto di lista, attraverso una disciplina che lascia «spazio alla possibilità che colui che presenta la lista possa cedere la propria partecipazione prima della scadenza del termine per la presentazione delle liste e che l'acquirente del pacchetto azionario in oggetto presenti un'altra lista. L'art. 23, comma 1, reg. gestione accentrata ha previsto che vi sia, al riguardo, una comunicazione elettronica tra l'intermediario e l'emittente»³⁰.

2.2. Ai sensi dell'art. 83-*sexies*, comma 1, la legittimazione alla partecipazione e all'esercizio del diritto di voto «è attestata da una comunicazione all'emittente, effettuata dall'intermediario, in conformità alle proprie scritture contabili, in favore del soggetto cui spetta il diritto di voto».

La comunicazione è inviata all'emittente dall'intermediario che si trova a monte nella catena di intermediazione nella detenzione in deposito delle azioni³¹, il quale dovrà accertare che il richiedente sia effettivamente legittimato in conformità alle proprie scritture contabili e sulla base delle indicazioni ricevute dagli altri intermediari facenti parte della catena di intermediazione in deposito sui conti dei quali sono registrate le azioni oggetto di comunicazione (cfr. art. 21, comma 1, reg. gestione accentrata).

L'intermediario è quindi tenuto a effettuare comunicazioni correttive nel caso di accertamento di errore, ovvero nuove comunicazioni nel caso in cui la comunicazione risulti inviata prima della *record date* (ad esempio per assicurarsi che pervenga tempestivamente all'emittente; cfr. *infra*), e debba essere successivamente sostituita a causa di alienazioni e conseguenti registrazioni successive, ma antecedenti la *record date*³².

²⁹ L. FURGIUELE, *op. cit.*, 141 s.; M. GARGANTINI, *Identificazione*, cit., 265, nt. 78 e 325.

³⁰ Così P. LUCANTONI, *op. cit.*, 148.

³¹ Sul funzionamento della catena di intermediazione, M. GARGANTINI, *Identificazione*, cit., 7 ss.

³² Cfr. M. GARGANTINI, *Identificazione*, cit., 251, nt. 33; R. LENER, *op. cit.*, 121.

La comunicazione è rilasciata su richiesta del soggetto legittimato (art. 83-*novies*, comma 1, lett. c, t.u.f.)³³, e deve essere avanzata da costui all'“ultimo intermediario”³⁴ della catena di intermediazione (art. 21 reg. gestione accentrata). Quest'ultimo – al fine di agevolare la partecipazione degli azionisti – deve consentire la presentazione della richiesta tramite almeno un mezzo di comunicazione a distanza (art. 21, comma 3, reg. gestione accentrata) ed entro un termine che non può essere antecedente la fine del secondo giorno di mercato aperto successivo alla *record date*.

Se si aggiunge a ciò che, ai sensi dell'art. 83-*sexies*, comma 4, t.u.f., la comunicazione di legittimazione deve pervenire all'emittente entro lo spirare del terzo giorno di mercato aperto precedente l'assemblea, ne consegue che (perlomeno di regola) sono concessi agli intermediari-depositari due soli giorni (il quarto e il terzo precedenti l'assemblea) per la predisposizione e la trasmissione della comunicazione all'emittente³⁵. Il termine in questione ha tuttavia soltanto carattere ordinatorio ai fini della legittimazione³⁶, in quanto la norma precisa che resta ferma la legittimazione qualora le comunicazioni pervengano successivamente a tale termine, purché entro l'inizio dei lavori assembleari.

La comunicazione in questione appare peraltro l'unico documento ad avere valore legittimante al voto e sembra da escludersi che la società, nella persona del presidente dell'assemblea o dei soggetti delegati alla verifica della legittimazione, sia tenuta ad ammettere al voto chi non vanti una comunicazione nelle forme elettroniche previste dall'art. 27 reg. gestione accentrata, anche qualora lo stesso esibisca una copia della comunicazione rilasciata

³³ L. FURGIUELE, *op. cit.*, 131. Al fine di agevolare l'intervento e il voto da parte dei soci-investitori con orizzonte di medio-lungo periodo, l'art. 83-*novies*, lett. c, t.u.f., consente che l'azionista formuli all'intermediario una richiesta generale di comunicazione in relazione a uno o più emittenti le cui azioni siano depositate presso il proprio conto titoli, senza che sia necessaria un'apposita richiesta di volta in volta per ciascuna assemblea. Sulla disciplina dei corrispettivi dovuti agli intermediari per la predisposizione e la trasmissione delle comunicazioni di legittimazione, cfr. M. GARGANTINI, *Identificazione*, cit., 218 s.

³⁴ Come specificato dal reg. gestione accentrata (art. 1, lett. jj) si tratta dell'intermediario presso cui è aperto il conto titoli del soggetto legittimato all'intervento in assemblea (anche laddove questi non sia tecnicamente definibile come “partecipante” perché non direttamente aderente al sistema di deposito centrale).

³⁵ Cfr. M. GARGANTINI, *Identificazione*, cit., 252 s., anche con riferimento alla parziale applicabilità di detti termini in caso di depositario non residente e ai problemi operativi che in tal caso si pongono.

³⁶ Il che peraltro non esclude la possibilità di applicare sanzioni agli esponenti aziendali degli intermediari che non siano in grado di ottemperare a detti termini e di configurare eventuali responsabilità dell'emittente in sede civilistica verso l'avente diritto alla comunicazione; cfr. R. LENER, *op. cit.*, 120 e 125; M. GARGANTINI, *Identificazione*, cit., 254.

dall'intermediario ai sensi dell'art. 21, comma 3, reg. gestione accentrata.

Tale conclusione sembra potersi desumere dal dato testuale della disciplina in esame, ma anche dalla considerazione di carattere sistematico per la quale, in linea con la prospettiva oggettiva e procedimentale dell'evento assembleare, il legislatore tramite la *record date* riconosce la preminenza dell'interesse diretto degli emittenti (e indirettamente dei soci tutti e del mercato) a gestire la verifica della legittimazione in modo automatizzato e, quindi, rapido e certo³⁷. Il che peraltro non esclude che la copia della comunicazione possa considerarsi come contrassegno di legittimazione, consentendo quindi all'emittente di «verificare direttamente, con l'intermediario che ha rilasciato il documento, l'effettivo invio della comunicazione e, se del caso, richiederne immediatamente l'inoltro entro l'inizio dei lavori assembleari: si tratta peraltro di un comportamento non ignoto alla prassi»³⁸.

3. La completezza e l'accessibilità dell'informazione pre-assembleare sono elementi imprescindibili al fine di agevolare tanto l'esercizio del voto in forma individuale o in forma aggregata (cfr. *infra* in tema di deleghe), quanto il corretto "apprezzamento" (anche qui nel senso etimologico del termine) del diritto di voto e la sua eventuale negoziazione alla vigilia di una decisione assembleare, così agevolando l'efficienza del mercato dei diritti di voto (cfr. *retro*).

Coerentemente con questi obiettivi, la SHRD I – e con essa sia i relativi decreti di recepimento in Italia, che l'insieme delle conseguenti disposizioni regolamentari emanate dalla Consob e dalla Banca d'Italia – hanno inciso sulla materia dell'informativa assembleare sotto una pluralità di aspetti, che rappresentano altrettanti profili di specialità dello statuto legale delle società quotate (o comunque "aperte") rispetto alle società chiuse, in linea di continuità con il solco già tracciato dalla riforma delle società di capitali del 2003.

³⁷ Cfr. M. GARGANTINI, *Identificazione*, cit., 256 ss. e la letteratura ivi citata alle note 50 e 53.

³⁸ Così M. GARGANTINI, *Identificazione*, cit., 258. In termini diversi, R. LENER, *op. cit.*, 126; V. BUONOCORE, *Identificazione dei partecipanti, deleghe in bianco e rappresentanza dei soci da parte di banche nelle assemblee delle società di capitali*, in *Giur. mer.*, I, 1970, 191, i quali sembrano estendere la discrezionalità del presidente non soltanto alla decisione di verificare la sussistenza della comunicazione, ma alla stessa decisione di ammettere in assemblea chi vanti la copia in questione, a prescindere dalla suddetta verifica.

Peraltro, il *favor* per la diffusione e la completezza dell'informazione pre-assembleare nelle società quotate non si spinge, come invece accade in altri ordinamenti, sino a prevedere meccanismi di trasmissione della suddetta informazione su base individuale (cioè nei confronti di chi risulti azionista a una certa data), vuoi direttamente dall'emittente, vuoi tramite gli intermediari³⁹.

Il quadro tuttavia potrebbe mutare con il prossimo recepimento della direttiva 2017/828/UE, c.d. *Shareholders' Rights Directive II*, ovvero SHRD II, che impone la comunicazione preventiva diretta o indiretta agli azionisti di una serie di eventi societari, tra cui l'evento assembleare (art. 3-ter, SHRD II), salvo che non si voglia concludere che tale adempimento sarebbe soddisfatto tramite la pubblicazione preventiva sul sito internet.

I suddetti elementi di specialità dell'informativa pre-assembleare specificamente consistono: (i) nell'ampliamento del contenuto minimo e delle modalità di pubblicazione dei documenti pre-assembleari, con un ruolo centrale assegnato a tal fine al sito internet della società; (ii) nei termini di pubblicazione dell'avviso e degli altri documenti; (iii) nella facoltà di prevedere una convocazione unica dell'assemblea; (iv) nella previsione di specifici diritti per gli azionisti prodromici allo svolgimento dell'assemblea, come il diritto di porre domande prima dell'assemblea e il diritto di integrazione dell'ordine del giorno.

Per quanto concerne i primi due elementi, il contenuto minimo dell'avviso di convocazione dell'assemblea è disciplinato esclusivamente dall'art. 125-bis t.u.f., con notevole maggior ampiezza e analiticità rispetto alle analoghe disposizioni del codice.

Per i termini di pubblicazione dell'avviso è previsto un sistema articolato in relazione ai tipi di assemblea: (i) per i casi ordinari, il termine è di trenta giorni; (ii) per la nomina degli organi di amministrazione e controllo con voto di lista, il termine è di quaranta giorni; (iii) per le assemblee speciali previste per la riduzione del capitale per perdite, riduzione al di sotto del minimo legale e nomina e revoca dei liquidatori, il termine è di ventuno giorni; (iv) per il caso di OPA, il termine è di quindici giorni (artt. 125-bis, commi 1, 2 e 3 e 104, comma 2, t.u.f.)⁴⁰.

³⁹ Per una ricognizione comparatistica, in cui si segnala la presenza di siffatti meccanismi di trasmissione individuale, cfr. M. GARGANTINI, *Identificazione*, cit., 124 ss.

⁴⁰ Secondo i generali principi codicistici nel calcolo dei termini non si computa il giorno nel corso del quale cade il momento iniziale del termine (*dies a quo*) (artt. 2962 ss.; art. 1187 c.c.). Cfr. al riguardo Trib. Milano, 29 settembre 1998, in *Soc.*, 1989, 255.

Quanto alle modalità di pubblicazione, l'art. 125-*bis* dispone che l'avviso debba essere pubblicato sul sito internet della società (specificando poi che da questo adempimento decorrono i suddetti termini), nonché con le altre modalità ed entro i termini previsti dalla Consob con regolamento emanato ai sensi dell'art. 113-*ter*, comma 3, t.u.f., «ivi inclusa la pubblicazione per estratto sui giornali quotidiani».

Il regolamento emittenti completa dunque il quadro degli adempimenti pubblicitari, disponendo, agli artt. 84, 65-*quinquies*, 65-*sexies* e 65-*septies*, che – oltre alla pubblicazione *integrale* sul sito internet della società e *per estratto* su un quotidiano a diffusione nazionale⁴¹ – l'avviso sia soggetto a pubblicazione tramite il ricorso a un Sistema di Diffusione delle Informazioni Regolate (c.d. SDIR), ovvero a un proprio sistema di diffusione giudicato dalla Consob conforme ai requisiti dalla stessa stabiliti.

Ai sensi dell'articolo 125-*ter*, comma 1, t.u.f., entro il termine di pubblicazione dell'avviso di convocazione, l'organo di amministrazione deve altresì mettere a disposizione del pubblico presso la sede sociale, sul sito internet della società, e con le altre modalità previste dalla Consob mediante regolamento⁴², una relazione sulle materie all'ordine del giorno. Quest'ultima pertanto è soggetta allo stesso termine ultimo previsto per l'avviso di convocazione, ma non deve necessariamente essere pubblicata in sincrono con l'avviso.

Il comma successivo fa salvi gli altri termini previsti dalla legge per la predisposizione di relazioni (ad esempio in caso di fusione e scissione *ex artt.* 2501-*septies* e 2506-*ter* c.c. e per le relazioni finanziarie disciplinate dall'art. 154-*ter* t.u.f.) e stabilisce termini diversi e speciali per la relazione di cui all'art. 2446 c.c. (riduzione del capitale per perdite), per cui è prevista la pubblicazione almeno ventuno giorni prima dell'assemblea.

L'ultimo comma dispone infine che, in caso di convocazione su richiesta dei soci ai sensi dell'art. 2367 c.c., la relazione sulle materie da trattare deve essere predisposta dai soci richiedenti.

L'informativa pre-assembleare è completata dall'obbligo di

⁴¹ La delibera n. 17002 del 17 agosto 2009 ha disposto che «fino all'adozione di una disciplina organica della materia delle modalità di pubblicazione su giornali quotidiani nazionali delle informazioni regolamentate diffuse ai sensi degli articoli 113-*bis*, comma 2, 113-*ter*, comma 3, e 114, comma 1, del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58: [... *omissis*...] b) le informazioni regolamentate previste dagli articoli 84 e 89 del reg. emittenti sono pubblicate anche su almeno un quotidiano a diffusione nazionale».

⁴² Cfr. art. 65-*bis*, reg. emittenti.

messa a disposizione sul sito internet della società, entro il termine di pubblicazione dell'avviso di convocazione, dei documenti che saranno sottoposti all'assemblea, dei moduli che gli azionisti hanno la facoltà di utilizzare per il voto per delega e, qualora previsti, per il voto per corrispondenza, delle informazioni sull'ammontare del capitale sociale con l'indicazione del numero e delle categorie di azioni in cui lo stesso è suddiviso (art. 125-*quater* t.u.f.).

Al fine di semplificare la convocazione dell'assemblea e la partecipazione alla medesima, riducendone i costi e garantendo la certezza della data in cui essa si svolgerà, l'art. 2369, comma 1, c.c., così come riformulato dal d.lg. 91 del 2012 (c.d. decreto correttivo del decreto di attuazione della SHRD I), dispone che la convocazione *unica*⁴³ rappresenti – per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio – la modalità normale di convocazione dell'assemblea, salvo che lo statuto disponga diversamente. In quest'ultimo caso, alle convocazioni successive alla prima si applicano i termini indicati nell'avviso di convocazione, ovvero quelli previsti dall'art. 126 t.u.f.

Il legislatore, peraltro, non prevede limitazioni alle modalità di esercizio dell'autonomia statutaria in deroga al regime legale dell'unica convocazione: modalità diverse possono quindi essere previste dagli statuti in relazione al tipo di assemblea ovvero al peculiare ordine del giorno. Opinioni discordanti si registrano in ordine alla diffusa prassi statutaria di rimettere all'organo di amministrazione la decisione discrezionale, di volta in volta, di procedere con convocazione unica⁴⁴.

Infine, in tema di informativa pre-assembleare, il diritto di integrazione dell'ordine del giorno e il diritto di porre domande sulle materie all'ordine del giorno rappresentano due importanti cardini della disciplina speciale prevista dal t.u.f. al fine di potenziare la

⁴³ Cui si applicano si applicano le maggioranze previste per la seconda convocazione per l'assemblea ordinaria e quelle previste per le convocazioni successive alla seconda per l'assemblea straordinaria, salve le maggioranze più elevate richieste dalla legge o dallo statuto per talune deliberazioni (cfr. art. 2369, comma 1, c.c.).

⁴⁴ In senso positivo V. ALLOTTI e P. SPATOLA, *Le assemblee delle società quotate: il d. lgs. n. 27 del 27 gennaio 2010, le prime esperienze applicative nel 2011 e il decreto correttivo del 2012 (d. lgs. n. 91 del 18 giugno 2012, in Note e studi Assonime, 14, 2012, 16 ss.* Critico invece M. GARGANTINI, *Identificazione*, cit., 251, nt. 32. Quest'ultima posizione convince invero maggiormente: in quanto, in effetti, consentire una totale discrezionalità all'organo amministrativo nell'individuare, volta per volta, i *quorum* rilevanti per la formazione della volontà assembleare rappresenta opzione collidente con la *ratio* della disciplina speciale, tendente all'evidenza a fornire all'investitore semplificazioni e certezze procedurali per lo svolgersi dell'assemblea.

significatività dell'evento assembleare come occasione di effettiva partecipazione dell'azionariato al governo societario (*voice*)⁴⁵.

L'art. 126-*bis* t.u.f.⁴⁶ contempla infatti per i soci sia il diritto di chiedere l'integrazione delle materie all'ordine del giorno, sia il diritto di presentare proposte di delibera su materie già inserite all'ordine del giorno.

La norma disciplina poi analiticamente: i termini, precedenti all'assemblea, entro i quali le richieste possono essere proposte; le modalità di proposizione; il possesso azionario minimo richiesto; le modalità di pubblicazione delle nuove proposte e della relazione sulle medesime; nonché i rimedi disponibili – sulla falsariga di quanto già previsto dall'art. 2367 c.c. – nel caso in cui l'organo di amministrazione non si attivi per integrare l'ordine del giorno.

Il dover esercitare tali diritti di richiesta e di proposta ben prima della riunione assembleare assicura che le proposte siano prese in considerazione già prima dell'assemblea dagli altri soci, anche ai fini delle istruzioni di voto che costoro intendessero impartire. Vale tuttavia osservare che la possibilità di ciascun socio («*individualmente*») di presentare proposte di delibera direttamente in assemblea – come riconosciuto dall'ultimo periodo del primo comma – suscita serie perplessità, considerando come simili iniziative potrebbero, da un lato, non consentire un'adeguata ponderazione dell'oggetto della delibera da parte dei partecipanti all'assemblea, dall'altro prestarsi a comportamenti opportunistici dei proponenti, ove gli stessi sfruttassero l'assenza di chi avesse deciso di non partecipare presumendo erroneamente la non discussione di quella proposta.

Per quanto concerne l'estensione e i limiti del diritto di integrazione vale inoltre ricordare che: (i) da un lato, esso è precluso per gli 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 questo predisposti, escludendo le relazioni redatte ai sensi dell'art. 125-*ter*, comma 1, t.u.f.; (ii) dall'altro lato, una recente decisione ha ritenuto che «la non comprimibilità del

⁴⁵ Per una ricognizione empirica dell'utilizzo di tali strumenti, cfr. M. NOTARI, *op. cit.*, 264 s.

⁴⁶ Articolo introdotto dalla c.d. legge sul risparmio (l. 28 dicembre 2005, n. 262), e confermato dal decreto di attuazione della direttiva SHRD I, con alcune modifiche e chiarimenti relativi al contenuto dell'integrazione, al termine per la richiesta di integrazione, alla previsione della relazione da parte dei soci sulle integrazioni proposte, nonché alle modalità di reazione in caso nel caso in cui l'organo non provveda a integrare l'ordine del giorno.

diritto del socio *ex art. 126-bis t.u.f.* va riferita alla non sindacabilità nel merito della richiesta di integrazione, ma non può coincidere con la sottrazione di tale richiesta a ogni vaglio di liceità⁴⁷, vale a dire al vaglio di eventuale “contrarietà della richiesta alla disciplina legale e statutaria”. L’oggetto della richiesta di integrazione è dunque sottratto al sindacato sul merito, ma non anche al vaglio di conformità rispetto alla legge e all’atto costitutivo; e qualora quest’ultimo abbia esito negativo la richiesta può essere legittimamente respinta dall’organo di amministrazione.

Venendo al diritto di porre domande sulle materie all’ordine del giorno in assemblea, ora disciplinato dall’*art. 127-ter t.u.f.*, va preliminarmente ricordato che già prima di tale espressa previsione esso era pacificamente riconosciuto in via generale dal nostro ordinamento, pur in assenza di una disciplina esplicita, considerato il nesso di strumentalità con il diritto di intervento, il diritto di partecipazione e il diritto di voto *ex art. 2370 c.c.*⁴⁸.

Peraltro, era altresì pacificamente riconosciuto che tale diritto potesse essere legittimamente limitato, al fine di contemperare l’interesse a una completa informativa dei soci con l’interesse, anch’esso meritevole di tutela, a un ordinato e regolare svolgimento dell’assemblea e alla riservatezza su alcuni dei profili ivi in discussione⁴⁹.

L’*art. 127-ter t.u.f.*, nel confermare l’esistenza del diritto di porre domande, ne introduce la possibilità anche *prima* dell’assemblea, stabilendo che alle domande pervenute prima dell’assemblea deve darsi risposta al più tardi durante la stessa. La disposizione prevede, al comma 2, i termini entro i quali possano essere poste domande prima dell’assemblea, mentre le modalità attraverso cui il socio risulta legittimato a esercitare tale diritto, attraverso il meccanismo della *record date*, sono disciplinate dagli *artt. 23 e 24* reg. gestione accentrata.

L’articolo *127-ter t.u.f.* prevede inoltre che la società possa fornire risposta unitaria alle domande aventi lo stesso contenuto e

⁴⁷ Trib. Milano, 23 aprile 2018, n. 18561, in *giurisprudenzadelleimprese.it*, decidendo un caso in cui i soci avevano richiesto l’integrazione dell’o.d.g. con i seguenti due punti: (i) revoca di sei amministratori; (ii) nomina di sei amministratori in sostituzione; laddove poi il c.d.a. non aveva dato corso alla richiesta, ritenendola superata dalla decadenza dell’intero consiglio per essersi attivata la clausola statutaria *simul stabunt simul cadent*.

⁴⁸ Cfr. M. STELLA RICHTER JR, *Partecipare, intervenire e assistere alle adunanze degli organi collegiali delle società azionarie*, in *Riv. soc.*, 2013, 892.

⁴⁹ Cfr. Cass., 11 luglio 1995, n. 75, sulla liceità di limiti temporali all’esercizio del diritto di porre domande; nonché M.C. MOSCA, *Commento all’art. 127-ter*, in AA.VV., *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini, G. Gasparri, Utet, Torino, 2012, 1773, sulle esigenze di riservatezza che possono giustificare il diniego di risposta da parte dell’emittente.

che non è dovuta una risposta, neppure in assemblea, qualora le informazioni siano già disponibili in formato “domanda e risposta” in apposita sezione del sito internet della società, ovvero su quest’ultimo risulti già fornita e pubblicata la risposta. Il ricorso al sito internet per la trasmissione delle risposte garantisce decisamente una maggiore parità informativa di tutti i soci rispetto a una – invero sempre possibile – risposta che la società decida di fornire individualmente al singolo socio che abbia posto la domanda.

Infine, il sito internet costituisce la principale fonte di accesso informativo anche per quanto concerne gli esiti dell’assemblea: un rendiconto sintetico delle votazioni dev’essere ivi pubblicato entro cinque giorni dalla data della riunione, mentre il verbale è reso disponibile entro trenta giorni dalla medesima (art. 125-*quater*, comma 5, t.u.f.). Tale verbale consente tra l’altro ai soci una verifica analitica *ex post* delle modalità di esercizio del voto, assolvendo così la funzione dei meccanismi di rendicontazione previsti dall’art. 3-*quater* SHRD II, il cui recepimento nel nostro ordinamento sembrerebbe quindi essere pleonastico.

4. La partecipazione all’assemblea a distanza, mediante mezzi di telecomunicazione, nonché l’esercizio del diritto del voto mediante i medesimi mezzi, ovvero per corrispondenza, già consentiti in via generale come opzione statutaria per tutte le società azionarie dall’art. 2370 c.c., per quanto concerne le società quotate sono specificamente disciplinati, nelle loro modalità operative, dal reg. emittenti, in attuazione dell’art. 127 t.u.f.

Così come per le società azionarie di diritto comune, anche per le società quotate l’eventuale scelta statutaria di prevedere la partecipazione e/o il voto in assemblea mediante i suddetti mezzi non può in alcun modo comprimere il diritto dei soci alla partecipazione e al voto “diretti” in assemblea: la società può offrire la facoltà della partecipazione o del voto a distanza o per corrispondenza, ma non può certo imporne l’utilizzazione.

In altri termini, non è consentita un’assemblea che sia esclusivamente telematica, bensì soltanto la partecipazione telematica a un’assemblea che si svolga in un luogo fisico determinato.

La clausola statutaria che consente le facoltà in questione⁵⁰ può

⁵⁰ Inoltre, secondo ASSONIME, *Circolare n. 14/2011 – La nuova disciplina del funzionamento dell’assemblea delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2011, 517 ss., la clausola statutaria potrebbe anche rimettere agli amministratori la valutazione circa l’opportunità dell’impiego di tali opzioni per ciascuna assemblea.

anche essere sintetica, limitandosi a prevedere genericamente le suddette possibilità, ovvero può essere analitica, disciplinando le concrete condizioni e le modalità di esercizio di tali diritti, compatibilmente con le pertinenti disposizioni del reg. emittenti (artt. 140 ss.); laddove, nel primo caso, sarà l'avviso di convocazione, ovvero il regolamento di assemblea, a specificare le modalità e le condizioni di esercizio delle facoltà in questione.

I profili operativi dell'esercizio del voto per corrispondenza, che ove utilizzato dalla società dev'essere specificamente menzionato nell'avviso di convocazione (art. 125-*bis*, comma 4, lett. *b*, t.u.f.), sono disciplinate dall'art. 125-*quater*, comma 1, lett. *b*, t.u.f. – ove le modalità con cui i moduli devono essere resi disponibili sul sito internet della società – e dagli articoli da 140 a 143 reg. emittenti, i quali dispongono su termini e modalità di esercizio del voto per corrispondenza, sulla sua eventuale revoca (se tempestiva), sulle conseguenze ai fini della costituzione e sulla votazione in caso di trasmissione tempestiva ma mancata espressione del voto, nonché in caso di modifiche o integrazioni delle proposte di delibera sottoposte all'assemblea.

Della custodia e della riservatezza delle schede di voto e delle dichiarazioni di revoca sono responsabili, sino all'inizio dello scrutinio in assemblea, il presidente dell'organo di controllo e i suoi ausiliari.

L'esercizio del voto a distanza in via elettronica prima dell'assemblea viene sostanzialmente equiparato, ai fini della disciplina, al voto per corrispondenza: l'art. 143-*ter* reg. emittenti sulle modalità operative di esercizio richiama infatti le disposizioni relative al voto per corrispondenza.

Per quanto infine concerne la partecipazione a distanza, l'art. 143-*bis* reg. emittenti consente la scelta da parte della società tra distinte modalità di partecipazione, quali la trasmissione in tempo reale dell'assemblea, ovvero l'intervento in assemblea da altra località mediante sistemi di comunicazione in tempo reale a due vie. Dal testo della norma sembrerebbe quindi che la partecipazione a distanza possa essere sia "attiva", potendo cioè il socio intervenire e votare in tempo reale, sia soltanto "passiva", potendo il socio limitarsi ad assistere e votare, senza pertanto intervenire⁵¹.

⁵¹ In tal senso ASSONIME, *Circolare n. 14/2011*, cit., 521, ove anche alcune considerazioni sui mezzi di telecomunicazione utilizzabili (ivi inclusi la audio-conferenza) e le conseguenze di un'eventuale interruzione del collegamento. Sulle varie forme tecniche

5. L'estensione della possibilità di votare per delega⁵², con la riduzione dei costi e degli ostacoli operativi alla partecipazione "indiretta" degli azionisti, rappresenta uno dei cardini su cui la direttiva si fonda al fine di favorire l'efficienza del governo societario.

La trasposizione nel nostro ordinamento della direttiva SHRD I ha quindi segnato l'introduzione di una disciplina speciale per le società quotate in materia di deleghe di voto, prevista dagli artt. 135-*novies*, 135-*decies* e 135-*undecies* t.u.f. e dagli articoli da 134 a 139 reg. emittenti.

Si continua ad applicare peraltro anche alle società quotate la disciplina generale portata dai primi quattro commi dell'art. 2372 c.c., nei limiti – si osservi – di compatibilità con la disciplina speciale in questione⁵³.

Tali regole: (i) disciplinano le formalità per il conferimento della delega, consentendo anche l'uso di mezzi elettronici⁵⁴, e per la notifica della medesima alla società⁵⁵; (ii) contemplan la pos-

cfr. anche G. SCIUMBATA, *Commento all'art. 127*, in AA.Vv., *Il testo unico della finanza*, cit., 1763.

⁵² L'art. 136, comma 1, lett. a, t.u.f. definisce la delega come «il conferimento della rappresentanza per l'esercizio del voto nelle assemblee». Sebbene la norma non lo espliciti, la delega deve intendersi estesa a tutti i diritti strumentalmente connessi al voto, quali il diritto di intervenire e di porre domande, mentre restano escluse dal campo di applicazione del regime del t.u.f. le procure conferite per l'esercizio di diritti amministrativi diversi dal voto, ad esempio il diritto di chiedere la convocazione dell'assemblea; così F. ACCETTELLA, *Le deleghe di voto*, in AA.Vv., *I diritti degli azionisti nelle società quotate*, cit., 309; G. PERONE, *Commento sub artt. 136 e 137*, in *Codice commentato delle società*, a cura di N. Abriani, M. Stella Richter jr, Utet, Torino, 2010, 3367.

⁵³ Come ben rileva G. PERONE, *op. cit.*, 3362.

⁵⁴ Il conferimento della delega deve rispettare il principio generale della forma scritta, posto dall'art. 2372 c.c. È possibile il conferimento in via elettronica della delega al rappresentante designato; il conferimento deve comunque avvenire nel rispetto delle previsioni di cui all'art. 135-*novies*, comma 6, t.u.f. In seguito all'intervento sulla norma da parte del decreto correttivo, la delega può essere conferita con documento informatico sottoscritto in forma elettronica ai sensi dell'art. 21, comma 2, d.lg. 7 marzo 2005, n. 82 (c.d. Codice dell'amministrazione digitale).

⁵⁵ Il rappresentante può, in luogo dell'originale, consegnare o trasmettere una copia della delega (anche su supporto informatico), attestando sotto la propria responsabilità la conformità della delega all'originale e l'identità del delegante. Il rappresentante deve in ogni caso conservare l'originale della delega e deve tenere traccia delle istruzioni di voto eventualmente ricevute per un anno a decorrere dalla conclusione dei lavori assembleari (art. 135-*novies*, comma 5, t.u.f.). La delega può essere notificata alla società in qualsiasi momento, anche in assemblea: il titolare del diritto di voto deve infatti poter decidere fino all'ultimo momento se partecipare direttamente ovvero per delega. Da un punto di vista operativo, la previsione di un termine per la notifica elettronica della delega sarebbe comunque utile al fine di consentire l'organizzazione dell'assemblea stessa. Si ritiene però che non possano essere previsti limiti ulteriori al conferimento della delega rispetto a quelli disciplinati dalla direttiva e che l'indicazione di eventuali termini nell'avviso di convocazione avrebbe dunque una valenza meramente organizzativa e non anche preclusiva dell'esercizio del diritto.

sibilità per il socio di nominare più rappresentanti, in deroga al principio generale che impone di indicare un unico rappresentante per ciascuna assemblea⁵⁶; (iii) introducono regole speciali per il conferimento della delega in caso di conflitto di interessi tra il rappresentante e il rappresentato⁵⁷, consentendo di conferire la delega anche ai membri degli organi di amministrazione e controllo, e individuano ipotesi tipiche di conflitto (art. 135-*decies*, comma 2, t.u.f.); (iv) introducono l'istituto del "rappresentante designato" dalla società, il quale è un soggetto incaricato dalla società di raccogliere le deleghe dai soci⁵⁸ e disciplinano espressamente la pos-

⁵⁶ Ai sensi dell'art. 135-*novies*, comma 1, t.u.f. l'azionista può indicare un unico rappresentante per ciascuna assemblea, salva la facoltà di indicare sostituti. La norma individua poi due eccezioni a tale regola: (i) l'azionista può delegare un rappresentante diverso per ciascuno dei conti destinati a registrare i movimenti dei titoli (comma 2); è questo ad esempio il caso in cui il socio detiene le proprie azioni in conti aperti presso diversi intermediari (o anche in conti diversi aperti presso lo stesso intermediario); (ii) il soggetto indicato come titolare delle azioni (intermediario o fiduciario) che agisce per conto dei propri clienti, può indicare come rappresentanti i soggetti per conto dei quali agisce (comma 3), ovvero uno o più terzi designati dai medesimi soggetti. Per una panoramica delle diverse interpretazioni in ordine all'impatto sulla validità della delibera in caso di istruzioni divergenti ai diversi rappresentanti, cfr. F. ACCETTELLA, *op. cit.*, 313.

⁵⁷ Sul punto, il legislatore italiano ha adottato la scelta più rigorosa di utilizzare tutte e tre le opzioni previste dall'art. 10, par. 3, Direttiva SHRD I, introducendo (art. 135-*decies*, comma 1 e 3, t.u.f.): (i) l'obbligo di comunicazione per iscritto al socio delle circostanze da cui sorge il conflitto; (ii) l'obbligo di prevedere istruzioni di voto per l'esercizio della delega da parte del rappresentante; (iii) la possibilità di sostituzione soltanto qualora il sostituto sia indicato dal socio. Sulle conseguenze qualora il delegato in conflitto si discosti dalle istruzioni, cfr. *infra*.

⁵⁸ La figura del "rappresentante designato", non previsto dalla direttiva SHRD I, è stata introdotta dal legislatore italiano allo scopo di facilitare l'espressione del voto per delega da parte dei soci. L'art. 135-*undecies*, t.u.f. non pone limiti soggettivi con riferimento alla scelta del rappresentante designato da parte della società. Le eventuali situazioni di conflitto di interesse del rappresentante designato sarebbero infatti "neutralizzate" dall'obbligo di conferire deleghe con istruzioni di voto (cfr. nota precedente). Inoltre, la norma impone al rappresentante designato di comunicare al socio gli eventuali interessi che per conto proprio o di terzi abbia rispetto alle proposte di delibera poste all'ordine del giorno. I soci possono conferire al rappresentante designato, entro il secondo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea in prima o unica convocazione, una delega con istruzioni di voto su tutte o alcune proposte all'ordine del giorno. La delega ha effetto per le sole proposte in relazione alle quali siano conferite istruzioni di voto (art. 135-*undecies*, comma 1, t.u.f.). Le deleghe possono essere conferite al rappresentante designato solo secondo le procedure previste dall'art. 135-*undecies* t.u.f. Il rappresentante designato non potrà dunque ricevere altre deleghe se non nella qualità riconosciutagli dalla norma. La delega è conferita mediante la sottoscrizione di un modulo il cui contenuto minimo è disciplinato dalla Consob con regolamento (art. 135-*undecies*, comma 2, t.u.f.; 134 reg. emittenti). La previsione dell'art. 135-*undecies* t.u.f. non è imperativa; lo statuto può derogare all'obbligo di designazione di un soggetto incaricato di ricevere le deleghe dagli azionisti (c.d. *opt-out*). In assenza di una clausola di deroga, le società sono tenute a designare, per ciascuna assemblea, un soggetto incaricato di ricevere le deleghe e a indicarne l'identità nell'avviso di convocazione ai sensi dell'art. 125-*bis*, comma 4, n. 3. Originariamente lo schema di decreto correttivo vietava la clausola statu-

sibilità di voto difforme del rappresentante rispetto alle istruzioni impartite dal rappresentato⁵⁹.

La direttiva SHRD I e il conseguente decreto correttivo hanno altresì, rispettivamente, introdotto (il primo) ed ampliato e semplificato (il secondo) la possibilità di sollecitazione e raccolta di deleghe (artt. 136-144 t.u.f.).

Si considera “sollecitazione” qualsiasi richiesta di conferimento di deleghe di voto rivolta a più di duecento azionisti su specifiche proposte di voto, oppure accompagnata da raccomandazioni, dichiarazioni o altre indicazioni idonee a influenzare il voto (art. 136, lett. b, t.u.f.)⁶⁰.

Il riferimento, nella norma in questione, a specifiche proposte di voto potrebbe indurre a concludere che non rientri nell'am-

taria di assegnazione all'organo di amministrazione della decisione se designare o meno il rappresentante per ogni singola assemblea. Tale divieto è stato rimosso nella versione definitiva del decreto correttivo.

⁵⁹ L'art. 135-*undecies*, comma 5, t.u.f. rimette alla Consob di stabilire, in via regolamentare, i casi in cui il rappresentante che non si trovi in alcuna delle situazioni di conflitto di interesse indicate nell'art. 135-*decies* t.u.f., può esprimere un voto difforme da quello indicato nelle istruzioni ricevute. La Consob, al riguardo, ha chiarito che il rappresentante designato, che non sia in conflitto di interessi, può votare in modo difforme rispetto alle istruzioni ricevute, solo se è stato espressamente autorizzato dal delegante ed esclusivamente in due casi: (i) se si verificano circostanze di rilievo, ignote all'atto del rilascio della delega, e che non possono essere comunicate al delegante, tali da far ragionevolmente ritenere che questi, se le avesse conosciute, avrebbe dato la sua approvazione; in questo caso, le istruzioni ricevute, al momento della delega possono non essere più attuali; (ii) in caso di modifiche o integrazioni delle proposte di deliberazione sottoposte all'assemblea; in questo caso, possono addirittura mancare le istruzioni, poiché al momento del conferimento della delega si ignoravano le nuove proposte (art. 134, comma 2, reg. emittenti). Nel caso di voto difforme dalle istruzioni, il rappresentante designato deve dichiarare in assemblea: (i) il numero di voti espressi in modo difforme dalle istruzioni ricevute oppure, nel caso di integrazioni delle proposte di deliberazione sottoposte all'assemblea, espressi in assenza di istruzioni, rispetto al numero complessivo dei voti esercitati, distinguendo tra astensioni, voti favorevoli e voti contrari; (ii) le motivazioni del voto espresso in modo difforme dalle istruzioni ricevute o in assenza di istruzioni (art. 134, comma 3, reg. emittenti). Opinioni discordanti si riscontrano in dottrina circa le conseguenze dell'eventuale inottemperanza alle istruzioni di voto da parte del rappresentante in conflitto, ovvero del rappresentante designato dall'emittente (ove ingiustificata). Per una parte della dottrina, sulla base di elementi testuali della direttiva e argomentando dall'impossibilità di estendere le regole dell'invalidità negoziale al procedimento di voto assembleare, una simile inadempienza potrebbe avere conseguenze di carattere meramente risarcitorio e interno, non potendo assumere rilievo ai fini dell'invalidità della delibera (G. GUIZZI, *Gli azionisti*, cit., 10 s.); laddove altra parte conclude per l'effetto invalidante (qualora si superi la prova di resistenza ex art. 2377, comma 5, n. 2, c.c.), osservando che nelle fattispecie di cui agli articoli 135-*decies* e 135-*undecies* t.u.f. le istruzioni di voto del socio appaiono come fase del procedimento assembleare (R. SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della Direttiva azionisti*, in *Giur. comm.*, I, 2012, 59 ss.).

⁶⁰ Come osserva G. PERONE *op. cit.*, 3373, restano fuori dalla nozione di sollecitazione le comunicazioni prodromiche alla sollecitazione, ma prive della formale richiesta di conferimento delle deleghe.

bito di applicazione della disciplina la raccolta di deleghe operata – eventualmente a fronte di un corrispettivo – senza che siano fornite, sia pur implicitamente, indicazioni sulle modalità con le quali il potenziale delegato intenda far uso del potere conferitogli, posto che può ormai considerarsi opinione unanime quella per cui il divieto di conferire deleghe in bianco *ex art. 2372*, comma 3, c.c. riguarda soltanto il nome del delegato e non si estenda sino a imporre indicazioni di voto.

Tuttavia, è stato osservato al riguardo che la *ratio* della disciplina della sollecitazione e il riferimento a «raccomandazioni, dichiarazioni o altre indicazioni idonee a influenzare il voto consentono di concludere che devono ritenersi idonee a determinare l'applicazione della disciplina *ex artt. 136 ss.* tutte le comunicazioni — tra cui anche l'offerta di un corrispettivo — dirette a indurre la controparte a rilasciare la delega, nel caso in cui le medesime comunicazioni indichino la presenza di un interesse (anche non conflittuale, in quanto derivante da una partecipazione azionaria) nella singola deliberazione e non, al contrario, al mero svolgimento dell'attività di rappresentante»⁶¹.

Il decreto correttivo ha eliminato il requisito del possesso azionario e ha previsto che la sollecitazione venga effettuata direttamente dal promotore, mediante la diffusione di un prospetto e di un modulo di delega, senza dunque bisogno di servirsi di un intermediario, la cui presenza non è più necessaria, sempre nell'ottica di una riduzione dei costi del procedimento. Il voto relativo alle azioni per le quali è stata rilasciata la delega – che deve essere rilasciata in conformità ai requisiti posti dall'art. 142, comma 1, t.u.f. – è esercitato direttamente dal promotore, il quale non può farsi sostituire se non dal soggetto indicato nel modulo di delega e nel prospetto di sollecitazione (art. 138, comma 2, t.u.f.).

La semplificazione e la riduzione dei costi delle procedure di sollecitazione è inoltre obiettivo esplicitamente condiviso anche dalle disposizioni del reg. emittenti (artt. 135-139); le quali, ai sensi dell'art. 144 t.u.f., stabiliscono: (a) il contenuto del prospetto e del modulo di delega, nonché le relative modalità di diffusione (art. 136, comma 1, 2 e 3); (b) le procedure di sollecitazione e di raccolta di deleghe, nonché le condizioni e le modalità da seguire per il conferimento e la revoca delle stesse (art. 138); (c) gli obblighi di

⁶¹ Così M. GARGANTINI, *Commento agli articoli 136-138*, in *Le società per azioni: codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Giuffrè, Milano, 2016, 4066.

correttezza, diligenza e trasparenza (art. 137, comma 1), tra i quali figura anche l'obbligo di riservatezza; (d) le forme di collaborazione tra il promotore e i soggetti in possesso delle informazioni relative all'identità dei soci, al fine di consentire lo svolgimento della sollecitazione (art. 136, comma 7).

Ai sensi dell'art. 144, comma 2, t.u.f., la Consob è poi dotata di una serie di poteri di intervento; ampliati con il decreto correttivo, che ha attribuito il potere di: sospendere la sollecitazione in caso di semplice "sospetto" della violazione di norme, di vietarla in caso di accertata violazione (comma 2, lett. b), nonché di imporre la pubblicazione delle notizie e dei documenti ritenuti necessari per l'informazione del pubblico (comma 2, lett. c).

La sollecitazione può essere anche rivolta alla raccolta di deleghe di voto che non aderiscano alle proposte o alle raccomandazioni espresse dal promotore nel prospetto (c.d. *dual proxy*). Tale assetto è stato introdotto perché la possibilità per l'azionista di aderire alla sollecitazione anche nel caso in cui non condivide tutte le proposte del promotore può all'evidenza incentivare il ricorso a tale strumento⁶².

È rimessa dunque al promotore la scelta di condizionare la raccolta delle deleghe all'adesione alle proprie proposte di voto (c.d. *one way proxy*)⁶³, ovvero di raccogliere anche le deleghe non adesive rispetto alle suddette proposte (*dual proxy*).

Tuttavia, nel caso di sollecitazione effettuata dalla stessa società emittente è previsto che quest'ultima sia sempre tenuta a esercitare il voto anche in modo non conforme alle proprie proposte (art. 138, comma 2, reg. emittenti). Peraltro, ai sensi dell'art. 142, comma 2, t.u.f., la delega può essere conferita anche soltanto per alcune delle proposte di voto indicate nel modulo di delega, ovvero soltanto per alcune materie poste all'ordine del giorno. Il rappresentante è tenuto a votare per conto del delegante anche sulle materie iscritte all'ordine del giorno, sulle quali abbia ricevuto istruzioni, non oggetto della sollecitazione. Le azioni per le quali è stata conferita la delega, anche parziale, sono computate ai fini della regolare costituzione dell'assemblea.

⁶² Cfr. Documento di Consultazione Consob, 5 agosto 2010, 12.

⁶³ Peraltro, ai sensi dell'art. 137, comma 3, reg. emittenti, le specifiche proposte di voto possono essere disattese al momento del voto, qualora il promotore si sia fatto autorizzare espressamente a votare in maniera difforme nel caso in cui si verificano circostanze di rilievo, ignote all'atto del rilascio della delega e che non possono essere comunicate, tali da far ragionevolmente ritenere che il delegante, se le avesse conosciute, avrebbe dato la sua approvazione.

Inoltre, nei casi di delega su materie non oggetto di sollecitazione, ovvero di delega difforme dalla sollecitazione, il promotore, qualora sia diverso dalla società emittente, può esprimere, ove espressamente autorizzato dal delegante, un voto difforme da quello indicato nelle istruzioni nel caso si verificano circostanze di rilievo (ignote all'atto del rilascio della delega e che non possono essere comunicate al delegante), tali da far ragionevolmente ritenere che questi, se le avesse conosciute, avrebbe dato la sua approvazione, ovvero in caso di modifiche o integrazioni delle proposte di deliberazione sottoposte all'assemblea (art. 138, comma 4, reg. emittenti).

Quanto alla responsabilità del promotore (art. 143 t.u.f.), questi risponde tanto dell'idoneità delle informazioni contenute nel modulo e nel prospetto a consentire l'assunzione di decisioni consapevoli (comma 1), quanto della completezza delle informazioni diffuse nel corso della sollecitazione (comma 2); con un rovesciamento dell'onere della prova in capo al promotore, che nei giudizi di risarcimento dei danni dovrà dimostrare di aver agito con la diligenza richiesta (comma 3).

Infine, il regime della sollecitazione delle deleghe non si applica alle associazioni degli azionisti, previste all'art. 141 t.u.f. La norma prevede infatti che non costituisce sollecitazione la richiesta di conferimento di deleghe di voto accompagnata da raccomandazioni, dichiarazioni o altre indicazioni idonee a influenzare il voto rivolta ai propri associati dalle associazioni di azionisti, le quali: (i) siano costituite con scrittura privata autenticata; (ii) non esercitino attività di impresa, salvo quelle direttamente strumentali al raggiungimento dello scopo associativo; (iii) siano composte da almeno cinquanta persone fisiche, ciascuna delle quali risulti proprietaria di un quantitativo di azioni non superiore allo 0,1 per cento del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto. Le deleghe conferite all'associazione di (piccoli) azionisti non sono computate ai fini del calcolo del limite di duecento azionisti, previsto nella definizione di sollecitazione di cui all'art. 136, comma 1, lett. b, t.u.f.

6. Riallacciando le fila delle analisi sin qui svolte, e riprendendo le considerazioni avviate già nel primo paragrafo circa il "valore" della partecipazione all'assemblea nelle società quotate, vale concludere con alcuni spunti – anche in una prospettiva *de iure condendo* – su quali siano, in tali società, alla luce della disciplina testé analizzata e della realtà fattuale su cui essa insiste, le condizioni e

gli elementi necessari per consentire la decisione dell'organo; in particolare, se debba ancora considerarsi imprescindibile la dialettica tra soci (discussione) prima del voto⁶⁴.

Sembra invero che numerosi elementi della disciplina rivelino come l'assemblea non possa (più) essere inquadrata – in questo tipo di società – soltanto come luogo in cui gli azionisti sono chiamati a confrontarsi dialetticamente sulle loro rispettive iniziali intenzioni di voto e a formare il proprio convincimento all'esito di un dibattito effettivo avuto nel corso della riunione.

Gli è infatti che numerosi momenti della disciplina speciale disattendono questa concezione dell'assemblea quale consesso collegiale dialettico. Come si è visto, può ben darsi il caso in cui chi partecipa all'assemblea non risulti più azionista e, per di più, si sia già legittimamente vincolato contrattualmente a esercitare il proprio voto in un certo determinato modo.

Ancora: la configurazione dell'assemblea come luogo dialettico appare smentita dal fatto che il legislatore consente la partecipazione in remoto all'assemblea anche con modalità soltanto “passive”, senza cioè alcuna possibilità di interlocuzione attiva.

Quanto infine all'assemblea come necessario strumento e occasione di informazione degli azionisti – informazione in ipotesi prodromica all'assunzione di decisioni ponderate e consapevoli – è da osservare, da un lato, che quanto appena ricordato in merito alla scissione tra “titolarità dell'azione e legittimazione al voto” rivela come tale elemento informativo possa in certe circostanze non avere più ragione di esistere; dall'altro, che una piena e ordinata informativa si può invero svolgere già prima dell'evento assembleare tramite l'opportuna valorizzazione del sito internet dell'emittente, posto che – come già descritto – le domande possono ben essere poste prima dell'assemblea, e che peraltro non è dovuta una risposta, neppure in assemblea, qualora le informazioni siano già disponibili in formato “domanda e risposta” in apposita sezione del sito internet, ovvero su quest'ultimo venga pubblicata la risposta alla specifica domanda.

Questi peculiari indici normativi, che inducono a ripensare la qualificazione necessariamente dialettica dell'evento collegiale, sono corroborati dal dato empirico, il quale conferma che il “gioco assembleare” può in molti casi finire per ridursi «ad un rito

⁶⁴ Sul tema già B. LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, 86; nonché G. GUIZZI, *Gli azionisti*, cit., *passim*; V. DI CATALDO, *op. cit.*

senza valenza dialettica effettiva»⁶⁵: la cronaca e le annesse vicende giudiziarie⁶⁶ forniscono peraltro di frequente riscontro del fatto che gli azionisti (siano essi investitori istituzionali o azionisti rilevanti) si confrontano fuori e prima dell'assemblea.

Ove allora l'assemblea diviene soltanto il momento del procedimento di formalizzazione e registrazione di questi equilibri e decisioni, non già una (necessaria) occasione di confronto dialettico (che richiederebbe allora la riunione delle parti in un luogo necessariamente fisico).

Se così è, o meglio può legittimamente accadere che sia per alcune società e assemblee, viene allora da chiedersi se non sia più opportuno lasciare agli statuti delle società la scelta – mediante clausole di *opt out* dalla disciplina legale – di sostituire l'assemblea come luogo ed evento fisico con soluzioni tecnologiche che consentano semplicemente di votare – previa un'ulteriore valorizzazione dell'informativa preventiva, completa e capillare, sia tramite il sito internet, sia tramite canali individuali – sugli argomenti posti all'ordine del giorno; con allora possibile significativo risparmio dei costi annessi all'assemblea come riunione fisica, con semplificazione dei processi e con riduzione dei rischi di eventuali condotte di disturbo.

Si tratta di una prospettiva che potrebbe invero presentare anche significativi problemi tecnico-operativi, nonché rischi di eventuale riduzione della trasparenza nella rendicontazione e *accountability* del *management*⁶⁷.

Essa richiederebbe quindi un'attenta analisi *de iure condendo* e delle soluzioni tecniche eventualmente utilizzabili per scongiurare tali rischi, che l'economia del presente scritto impone di rinviare ad altra occasione.

Merita qui semplicemente rimarcare la discrasia esistente tra la tradizionale rappresentazione dell'assemblea come evento collegiale fisico e dialettico, da un lato, e la disciplina legale, nonché la realtà delle società quotate, dall'altro; valendo peraltro segnalare come la possibilità dell'introduzione per via statutaria dell'assemblea “virtuale” sia già riconosciuta in Danimarca e negli Stati Uniti (ad esempio nel Delaware e in California), ove peraltro risulta essere utilizzata in misura via via crescente⁶⁸.

⁶⁵ Come già icasticamente osservato da B. LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea*, cit., 351.

⁶⁶ Trib. Milano, 23 aprile 2018, n. 18561, cit.; Trib. Genova, 19 settembre 2018, n. 10907, in *giurisprudenzadelleimprese.it*.

⁶⁷ Cfr., in arg., C. SANDEI, *Attivismo degli azionisti e nuove forme di partecipazione*, Giuffrè, Milano, 2016, *passim*.

⁶⁸ Secondo quanto riportato in *pwc.com* (pagina web: *us/en/governance-insights-cen-*

Abstract

Il saggio propone una lettura critica del quadro normativo e della prassi societaria concernenti le modalità di partecipazione all'assemblea delle società quotate. In particolare, vengono analizzate le implicazioni di sistema e le ricadute pratiche dell'introduzione del regime della record date, per quanto concerne tanto la valorizzazione dell'investimento azionario quanto le dinamiche di partecipazione all'evento assembleare. Di quest'ultimo vengono analizzati procedure e fasi, dall'informativa pre-assembleare al concreto svolgimento e rendicontazione, ponendo in luce come le diverse forme di rappresentanza degli azionisti, e le tecniche di partecipazione a distanza di questi ultimi, consentano oggi di rendere "l'assemblea virtuale" come una concreta possibilità.

The article provides a critical reading of the legal framework and the accompanying corporate governance practices regarding shareholders' meetings in listed companies. In particular, it elaborates on the introduction of the so called "record date regime" and its impact on the "market for votes" as well as the procedure and the tools to attend the meetings. With respect to the latter, the procedures and the various stages of the meeting event are analyzed, emphasizing how technological and legal developments make virtual meetings a concrete possibility.

ter/publications/assets/pwc-virtual-shareholder-meetings-what-boards-need-to-know.pdf), nel corso del 2017, negli Stati Uniti, 163 società hanno adottato assemblee virtuali, mentre nel 2016 il numero era di 122.