
Shareholders' rights: qualche considerazione a margine dei recenti interventi normativi, con uno sguardo all'ordinamento dell'Unione europea

Alessandra Zanardo

Ricercatore di Diritto commerciale nell'Università Ca' Foscari Venezia

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Modifiche in tema di convocazione dell'assemblea: avviso di convocazione e relazioni sulle materie all'ordine del giorno. - 3. (segue) Integrazione dell'ordine del giorno, diritto di porre domande e maggiorazione del dividendo. - 4. Rappresentanza, deleghe di voto e sollecitazione delle deleghe. - 5. Cenni sulle modifiche in materia di società cooperative quotate. - 6. *Shareholder identification*: la scelta di (non) intervento in sede di decreto correttivo. - 7. Le (ulteriori) sollecitazioni provenienti dall'ordinamento dell'Unione europea. - 8. Qualche considerazione conclusiva.

1. Premessa

Con il recente d.lgs. 18 giugno 2012, n. 91, il legislatore italiano ha provveduto ad apportare modifiche ed integrazioni al d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, attuativo della Direttiva 2007/36/CE, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate, secondo quanto previsto dall'art. 1, co. 5, della legge comunitaria 2008.

Detto intervento si inserisce all'interno di un quadro normativo, non solo nazionale, caratterizzato da grande fermento e da forte attenzione alle diverse questioni che coinvolgono profili di *corporate governance*, tra cui spicca, quale macro-area, quella degli *shareholders' rights* di società con azioni quotate.

Soffermando, in particolare, l'attenzione sull'ordinamento dell'Unione europea, negli ultimi anni si sono ivi susseguiti importanti iniziative e interventi mirati a migliorare e modernizzare l'attuale sistema di governo societario delle società europee. La Commissione europea, dopo aver pubblicato due *Green Papers*, l'uno sul governo societario negli istituti finanziari e le politiche di remunerazione nel 2010, l'altro sul

quadro dell'Unione europea in materia di governo societario nel 2011⁽¹⁾, con i quali ha avviato due consultazioni volte a valutare l'efficacia del quadro vigente in materia, ha presentato, nel dicembre del 2012, un Piano d'azione - frutto di una consultazione pubblica lanciata sempre nel 2012⁽²⁾, di discussioni con le parti interessate e di una propria analisi -, nel quale ha riassunto le iniziative da intraprendere nel corso del biennio 2013-2014⁽³⁾.

In tale sede, la Commissione, preso atto che la partecipazione attiva degli azionisti di società quotate costituisce un fattore rilevante per il governo societario e che detti azionisti hanno, in maggioranza, un atteggiamento passivo e sono spesso interessati (solo) a profitti di breve periodo, ha evidenziato la necessità di riflettere sul loro ruolo, al fine di incentivare l'assunzione da parte degli stessi di un impegno adeguato in seno alla società. In questa cornice è stata inserita, nel novero del programma di interventi da intraprendere nel breve-medio periodo, la modifica di taluni istituti in materia di diritti degli azionisti, se necessario anche mediante una revisione della citata Direttiva 2007/36/CE, al fine di incoraggiare gli azionisti a partecipare maggiormente al governo societario⁽⁴⁾.

All'*Action Plan* ha fatto seguito, all'inizio del 2013, una discussione informale tra i servizi della Commissione - che lavorano sulle azioni programmate nel Piano d'azione e, in particolare, sulle misure volte ad

(1) V., rispettivamente, COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde. Il governo societario negli istituti finanziari e le politiche di remunerazione*, 2 giugno 2010, COM(2010) 284; EAD., *Libro verde. Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, 5 aprile 2011, COM(2011) 164.

(2) Il testo della consultazione sul futuro del diritto societario europeo, che ha avuto inizio il 20 febbraio 2012 e si è conclusa il 14 maggio 2012, è disponibile all'indirizzo http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2012/company_law_en.htm.

(3) Per un'ampia e dettagliata panoramica sul Libro verde del 2011 e sul Piano d'azione del 2012 si v. CONSOB, *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, Quaderno giuridico n. 3, a cura di Alvaro, Lupini, aprile 2013, consultabile su http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/studi_analisi/quaderni_giuridici/qg3.html, 11 ss.

(4) V. COMMISSIONE EUROPEA, *Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario - una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*, 12 dicembre 2012, COM (2012) 740. Detto Piano d'azione, nell'illustrare le iniziative che la Commissione intende adottare per modernizzare il quadro in materia di diritto delle società, indica, tra le principali linee di intervento, il coinvolgimento degli azionisti, argomentando dal fatto che «[u]n impegno efficace e sostenibile degli azionisti costituisce uno dei fondamenti del modello di governo societario delle società quotate, basato tra l'altro su controlli ed equilibri tra i vari organi e le varie parti interessate. Se, ad esempio, la maggior parte degli azionisti rimane passiva, non cerca di interagire con la società e non vota, il funzionamento dell'attuale sistema di governo societario è meno efficiente» (ivi, par. 3).

aumentare il coinvolgimento, nel lungo periodo, degli azionisti - e un certo numero di *stakeholders* (tra cui *asset owners*, *asset managers*, emittenti, *proxy advisors*, consulenti, autorità pubbliche, dipendenti). I risultati della discussione sono stati raccolti in un *summary*, il quale offre una panoramica dei principali argomenti e questioni sollevate dagli *stakeholders*, in particolare proprio con riguardo ad una possibile revisione della Direttiva 2007/36/CE⁽⁵⁾.

Nel presente lavoro si analizzeranno le modifiche apportate dal d.lgs. n. 91/2012 al complesso e variegato panorama dei diritti degli azionisti di società quotate che hanno riguardato istituti oggetto di recenti riflessioni (anche) a livello europeo⁽⁶⁾. Questo approccio, oltre a dar conto degli interventi del legislatore nazionale per rendere la normativa più uniforme alle disposizioni e ai principi della Direttiva 2007/36/CE o per correggere inefficienze della stessa che hanno influito sullo scarso - sino ad oggi - uso di alcuni diritti, consente di gettare uno sguardo alle molte sollecitazioni derivanti dal panorama europeo con riguardo a prospettive e auspici di riforma; sollecitazioni che condizioneranno e indirizzeranno, nel prossimo futuro, lo stesso dibattito nazionale. Inoltre, verranno presi in considerazione istituti recepiti nel nostro ordinamento ma non toccati dagli ultimi interventi correttivi, su cui pure, a livello di Unione europea, istituzioni, esperti e *practitioners* hanno cominciato una intensa riflessione.

Si tralasceranno, invece, le pur rilevanti modifiche apportate dal d.lgs. n. 91/2012 alla generale disciplina codicistica (si pensi, a titolo esemplificativo, all'art. 2369 c.c., in materia di convocazione unica dell'assemblea), poiché le stesse esulano dal campo di applicazione della predetta Direttiva.

2. *Modifiche in tema di convocazione dell'assemblea: avviso di convocazione e relazioni sulle materie all'ordine del giorno*

La prima questione, indubbiamente centrale nel dibattito sulle moderne regole di diritto societario e sulle buone pratiche di *governance*

(5) EUROPEAN COMMISSION, *Summary of the Informal Discussions Concerning the Initiative on Shareholder Engagement* (March 2013), 17 April 2013, consultabile su http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexa_en.htm.

(6) Ad esempio, non si prenderanno in considerazione nel presente scritto le modifiche alla disciplina della gestione accentrata, poiché la Direttiva 2007/36/CE non reca alcuna disposizione in merito e, quindi, il riordino di detta disciplina, a cura del d.lgs. n. 27/2010, non ha costituito attuazione della presente direttiva.

delle società, della quale è opportuno occuparsi alla luce delle premesse fatte nel paragrafo introduttivo, riguarda taluni profili che si inseriscono nella più ampia finalità di rafforzare la trasparenza e l'informazione dei soci di società quotate.

Precisamente, il d.lgs. n. 91/2012 è intervenuto a chiarire taluni aspetti e/o a risolvere alcuni nodi critici con riguardo alla pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea, all'integrazione dell'ordine del giorno e al diritto di porre domande prima dell'assemblea, modificando gli artt. 125-*bis* ss. t.u.f.

In primo luogo, quanto all'avviso di convocazione, si è previsto che il requisito della pubblicazione entro il trentesimo giorno precedente la data dell'assemblea riguardi la pubblicazione sul sito internet della società, demandandosi ad apposito regolamento Consob i termini relativi alle altre modalità di diffusione nell'ambito del regime delle informazioni regolamentate. Si è inoltre riconosciuta la legittimità, sulla falsariga di quanto già avviene nella prassi e vista la centralità che riveste, nella Direttiva 2007/36/CE, la diffusione delle informazioni tramite il sito internet della società, della pubblicazione dell'avviso sui giornali quotidiani *solo* per estratto⁽⁷⁾.

In secondo luogo, è stato chiarito che l'anticipazione del termine di pubblicazione dell'avviso al quarantesimo giorno precedente la data dell'assemblea riguarda esclusivamente le assemblee convocate per il rinnovo, mediante *voto di lista*, dei componenti dell'organo di amministrazione e di controllo. Come emerge dalla Relazione al decreto legislativo, infatti, il termine più lungo è strettamente legato all'esigenza di lasciare un periodo di tempo adeguato agli azionisti legittimati per la presentazione delle liste - che può avvenire anche tramite mezzi di comunicazione a distanza, nel rispetto degli eventuali requisiti strettamente necessari per l'identificazione dei richiedenti, indicati dalla società (cfr. art. 147-*ter*, co. 1-*bis*, t.u.f.) - e di consentirne la pubblicazione in tempo utile⁽⁸⁾. Sempre con riguardo alla presentazione delle liste per l'elezione dei componenti degli organi sociali si è poi statuito, mediante inserimento di una nuova disposizione nell'ambito dell'art. 125-*bis*, co. 4, t.u.f., che l'avviso di convocazione debba contenere, *inter alia*, l'indicazione delle relative modalità e termini.

Nessuna modifica rispetto a quanto stabilito dal d.lgs. n. 27/2010 è stata invece introdotta con riguardo alle ipotesi di riduzione a ventuno

(7) Cfr., tuttavia, in favore della pubblicazione integrale delle informazioni sulla stampa quotidiana, i pareri delle Commissioni II e VI riunite, sia della Camera dei Deputati che del Senato, sullo schema di decreto legislativo (Atto del Governo n. 446).

(8) V. Relazione al d.lgs. n. 91/2012, *sub* art. 3, co. 2.

giorni del termine “ordinario” di convocazione assembleare. Le esigenze di tutela degli azionisti, in particolare di minoranza, in considerazione della rilevanza dell’oggetto della delibera, hanno indotto il legislatore a non estendere il regime di convocazione dell’assemblea previsto per talune operazioni (riduzione del capitale sociale per perdite e nomina e revoca dei liquidatori) anche a quella di aumento del capitale, seppure per la convocazione delle assemblee chiamate a deliberare detta modificazione statutaria possano sussistere le medesime esigenze di celerità e urgenza che sussistono con riguardo alle prime⁽⁹⁾.

Il d.lgs. n. 91/2012 è poi intervenuto a sciogliere i dubbi suscitati dal testo del previgente art. 125-ter t.u.f. nell’ipotesi in cui all’ordine del giorno dell’assemblea siano poste materie per le quali sono stabiliti termini di convocazione diversi. In tal caso, le relazioni da predisporre da parte dell’organo amministrativo devono essere messe a disposizione del pubblico entro il termine di pubblicazione dell’avviso di convocazione previsto per la materia alla quale ciascuna relazione si riferisce, quindi anche non contestualmente alla pubblicazione dell’avviso stesso e anche con tempistiche differenziate (possibilità, quest’ultima, già sfruttata da un numero significativo di società, sulla cui legittimità si erano già pronunciate sia la Consob che Assonime⁽¹⁰⁾). La medesima soluzione è stata estesa alla pubblicazione sul sito internet della società dei documenti da sottoporre all’assemblea, ai sensi dell’art. 125-quater t.u.f. (v. art. 125-quater, co. 1, lett. a)).

Quanto, infine, alle convocazioni successive alla prima, la soluzione prescelta dal legislatore è stata quella di prevedere, esplicitamente, che l’assemblea in seconda o successiva convocazione debba *svolgersi* (e non solo essere convocata) nei trenta giorni successivi alla data dell’assemblea in prima convocazione. Il disposto dell’art. 126 t.u.f. è stato poi integrato estendendo la riduzione del termine di convocazione prevista per il caso in cui l’elenco delle materie da trattare non venga modificato

(9) V. ASSONIME, *Consultazione sul documento illustrativo di alcune misure integrative e correttive del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 27 di attuazione della direttiva 2007/36/CE relativa all’esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, n. 2/2012, consultabile su <http://www.assonime.it>, p. 6 s.; NEGRI-CLEMENTI, FEDERICI, *Commento al documento illustrativo di alcune misure integrative e correttive del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 27 di attuazione della direttiva 2007/36/CE relativa all’esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate, sottoposto dal Ministero dell’Economia e delle Finanze a pubblica consultazione*, 29 febbraio 2012, punto V. Il medesimo rilievo era stato sollevato anche dalle Commissioni II e VI riunite del Senato nel proprio parere sullo schema di decreto legislativo.

(10) Lo rileva ASSONIME, *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)*, Note e Studi n. 14/2012, consultabile su <http://www.assonime.it>, p. 21 s., testo e nt. 36, nell’ambito di una recente indagine sull’applicazione, da parte delle proprie associate, della disciplina sui diritti degli azionisti introdotta dal d.lgs. n. 27/2010.

(termine portato a 21 giorni, a fronte dei 10 previgenti) anche alle assemblee convocate per l'elezione, mediante voto di lista, dei componenti degli organi di amministrazione e di controllo. Per queste assemblee, inoltre, il legislatore ha introdotto un'apposita disciplina quanto al deposito delle liste di candidati, nella quale è ammessa, nei termini all'uopo indicati dall'art. 126, co. 2, ult. per., t.u.f., la presentazione di nuove liste.

3. (segue) *Integrazione dell'ordine del giorno, diritto di porre domande e maggiorazione del dividendo*

Proseguendo nell'analisi delle novità in tema di convocazione e adunanza assembleare, la disciplina dell'istituto dell'integrazione dell'ordine del giorno, dettata dall'art. 126-bis t.u.f., è stata rivista ed integrata per estendere l'applicazione della procedura ivi prevista anche alle ipotesi di presentazione, da parte dei soci, di proposte di deliberazione su materie già all'ordine del giorno.

Detta modifica, attraverso la quale il testo della disposizione normativa si è "allineato" a quello dell'art. 6 della Direttiva 2007/36/CE, risponde alla finalità di garantire una migliore informazione preassembleare (anche alla luce della facoltà di conferire deleghe di voto ed esercitare lo stesso per corrispondenza) e, in generale, un più partecipato, funzionale ed efficiente svolgimento dell'assemblea⁽¹¹⁾.

Analizzando, in dettaglio, l'art. 126-bis t.u.f., va detto, in primo luogo, che - in parziale difformità rispetto a quanto originariamente previsto nello schema di decreto correttivo posto in consultazione dal Ministero e contenuto nel documento illustrativo del 13 febbraio 2012 e in virtù degli esiti della consultazione stessa - il legislatore ha ritenuto comunque opportuno mantenere la possibilità per il socio (*recte*: per colui a cui spetta il diritto di voto) di presentare individualmente proposte di deliberazione direttamente in assemblea (v. art. 126-bis, co. 1, terzo per., t.u.f.). In secondo luogo, è stato stabilito che debba essere data notizia, nelle medesime forme prescritte per la pubblicazione dell'avviso di convocazione, della (*sola*) presentazione di ulteriori proposte di deliberazione, mentre le proposte stesse sono messe a disposizione del pubblico con le modalità previste dall'art. 125-ter, co. 1, t.u.f. per le relazioni sulle materie all'ordine del giorno⁽¹²⁾.

(11) V. Relazione al d.lgs. n. 91/2012, *sub* art. 3, co. 6.

(12) Cfr., sul punto, i chiarimenti sollecitati nel parere approvato dalle Commissioni II e VI riunite del Senato.

Il decreto correttivo è poi intervenuto a chiarire talune modalità procedurali relative alla presentazione delle domande di integrazione dell'ordine del giorno e/o di nuove proposte, nonché a disciplinare, opportunamente, sulla falsariga di quanto previsto dall'art. 2367, co. 2, c.c., l'ipotesi in cui l'organo di amministrazione (ovvero l'organo di controllo, in caso di inerzia del primo) non provveda all'integrazione. Sotto il primo profilo, è stato specificato, tra l'altro, che le domande possono essere presentate anche per corrispondenza o in via elettronica. Quanto, invece, al secondo e più interessante profilo, si è esplicitato che, se l'organo di amministrazione non vi provvede, il tribunale ordina l'integrazione con decreto ove il rifiuto di provvedere risulti ingiustificato (v. art. 126-*bis*, co. 5, t.u.f.): previsione che consente altresì di concludere che agli amministratori debba essere riconosciuto il diritto di rifiutare l'inserimento della materia (o della proposta) nell'elenco di quelle da trattare qualora vi sia una causa che giustifichi detto rifiuto⁽¹³⁾.

Non ha subito, invece, adeguamenti il comma 3 dell'articolo in commento, il quale continua a stabilire che la sola integrazione dell'ordine del giorno non è ammessa per gli argomenti su cui l'assemblea delibera su proposta dell'organo amministrativo o sulla base di un progetto o di una relazione dal medesimo predisposti, senza alcun richiamo alla presentazione di ulteriori proposte di deliberazione, con conseguente incertezza circa l'estensione della disposizione anche a tale ultima ipotesi⁽¹⁴⁾. Siffatto richiamo compariva, invece, nello schema di decreto correttivo posto in consultazione dal Ministero nel febbraio 2012.

Per ciò che concerne il diritto di porre domande prima dell'assemblea, il decreto correttivo ha provveduto a riformulare l'art. 127-*ter* t.u.f., al fine di superare le criticità che erano emerse in sede di prima applicazione della disciplina (ad esempio, per quanto riguarda la notevole dilatazione dei tempi delle adunanze) e, come già accennato per l'istituto dell'integrazione dell'ordine del giorno, di renderla più aderente alle finalità di consentire la massima informazione preassembleare e di attribuire maggiore considerazione alle esigenze di adeguata preparazione dell'assemblea e di corretto svolgimento della stessa⁽¹⁵⁾. Nell'ambito delle soluzioni adottate dal legislatore, le più rilevanti erano già state efficacemente anticipate dalla prassi delle società⁽¹⁶⁾.

(13) In tal senso, già prima della modifica in oggetto, MONTALENTI, *La Direttiva azionisti e l'informazione preassembleare*, in *Giur. comm.*, 2011, I, p. 688.

(14) Cfr., sul punto, ASSONIME, *Le assemblee*, cit., p. 29 s., la quale, peraltro, si pronuncia nel senso dell'estensione.

(15) V. Relazione al d.lgs. n. 91/2012, *sub* art. 3, co. 7.

(16) V., ancora, ASSONIME, *Le assemblee*, cit., pp. 8, 34 s.

Precisamente, si è dapprima chiarito che sono legittimati all'esercizio del diritto di porre domande coloro ai quali spetta il diritto di voto e non più genericamente i "soci", come in precedenza statuito⁽¹⁷⁾. Il Governo, su sollecitazione delle Commissioni parlamentari, ha comunque escluso, nella Relazione al decreto legislativo, che la società sia tenuta a fornire una risposta *solo* a chi risulti azionista alla *record date*⁽¹⁸⁾. Si è poi espressamente riconosciuta la legittimità della previsione di un termine di *cut-off*, prevedendo che l'avviso di convocazione indichi il termine (non superiore a tre giorni antecedenti la data dell'assemblea) entro il quale le domande poste prima dell'assemblea devono pervenire alla società. Il termine può essere esteso fino a cinque giorni qualora l'avviso di convocazione preveda che la società fornisca, *prima* della riunione assembleare, una risposta alle domande pervenute; in tal caso la risposta deve essere fornita almeno due giorni prima della data dell'assemblea, anche mediante pubblicazione in un'apposita sezione del sito internet della società (v. art. 127-ter, co. 1-bis, t.u.f.). Infine, si è modificato il co. 2 dell'art. 127-ter per prevedere (così come già avviene per le informazioni disponibili in formato "domanda e risposta" nell'apposita sezione del sito internet) che, nell'ipotesi in cui la risposta sia stata pubblicata con le modalità da ultimo indicate, la società non sia obbligata a rispondere *individualmente* al socio, neppure in assemblea: l'obbligo della società si esaurisce nel fatto di rendere *disponibile* la risposta, o meglio l'informazione richiesta, ai soci⁽¹⁹⁾.

La disciplina del diritto di porre domande, al pari di quella di altri istituti qui commentati, ha subito una parziale modifica nel corso dell'*iter* di approvazione del provvedimento governativo: la prima proposta del Governo, infatti, prevedeva che la società esercitasse la sua scelta circa l'introduzione di una *cut-off date* attraverso una *clausola statutaria*. Come sopra visto, a detta ipotesi, anche alla luce delle perplessità suscitate dall'opportunità di una soluzione di questo tipo⁽²⁰⁾, si è sostituita, nel testo definitivo, la previsione di indicazione del termine di *cut-off* direttamente nell'avviso di convocazione, senza rimettere la scelta allo statuto.

(17) Cfr., nel vigore della precedente versione dell'art. 127-ter t.u.f., BUSANI, *Il diritto di porre domande prima dell'assemblea e l'obbligo della società di rispondere*, in *Società*, 2011, p. 431 s.

(18) V. Relazione al d.lgs. n. 91/2012, *sub* art. 3, co. 7; v., tuttavia, in favore di una diversa e più condivisibile lettura, il parere approvato dalle Commissioni II e VI riunite del Senato, nonché ASSONIME, *Le assemblee*, cit., p. 41.

(19) Conf. ASSONIME, *Le assemblee*, cit., p. 41.

(20) V. ASSONIME, *Consultazione*, cit., p. 8; nonché il parere approvato dalle Commissioni II e VI riunite del Senato.

Va, infine, evidenziato l'inserimento, nell'art. 127-ter t.u.f., di un ultimo comma, volto a stabilire che l'obbligo informativo si intende assolto dalla società in caso di risposta in formato cartaceo messa a disposizione di ciascuno degli aventi diritto al voto all'inizio dell'adunanza.

Il d.lgs. n. 91/2012 è intervenuto anche sull'art. 127-*quater* t.u.f., relativo alla maggiorazione del dividendo, al fine di chiarire talune incertezze applicative e tentare di risolvere le difficoltà operative che potrebbero aver influito sul finora scarso "successo" della previsione⁽²¹⁾.

L'istituto, introdotto, nel nostro ordinamento, dal d.lgs. n. 27/2010, è chiaramente volto ad incentivare l'investimento di lungo periodo e si pone nell'alveo degli interventi, ampliamenti sollecitati a livello europeo – ove si pone l'accento sull'opportunità che gli azionisti, spesso interessati soltanto a conseguire profitti a breve termine, si interessino invece a risultati duraturi e guardino ad una prospettiva di lungo periodo –, diretti a contrastare fenomeni di *short-termism*⁽²²⁾.

Al riguardo, è interessante segnalare che, oltre all'integrazione delle condizioni richieste per il riconoscimento, a livello statutario, del beneficio, che comprendono ora la detenzione continuata delle azioni per il periodo (se inferiore ad un anno) intercorrente tra due date consecutive di pagamento del dividendo annuale, e ad un chiarimento, mediante riformulazione del comma 2 della disposizione, sulle condizioni ostative all'ottenimento di detto riconoscimento, è stato altresì esplicitato che l'introduzione, nello statuto, del meccanismo di maggiorazione del dividendo non legittima i soci che non hanno concorso all'approvazione della deliberazione ad esercitare il recesso, ai sensi dell'art. 2437, co. 1, lett. g), c.c. (in quanto modificazione dello statuto concernente i diritti di voto o di partecipazione).

Inoltre, al fine di facilitare l'emittente nella verifica, è stato posto a carico di colui che abbia ottenuto l'assegnazione della maggiorazione del dividendo l'onere di dichiarare, *su richiesta* della società⁽²³⁾, l'insussistenza delle condizioni ostative alla concessione del beneficio e di esibire

(21) V. ASSONIME, *Le assemblee*, cit., p. 71, dalla cui indagine emerge che nessuna delle società del campione esaminato (42 società) ha adottato statutariamente la previsione sulla maggiorazione del dividendo.

(22) In favore dell'introduzione di un meccanismo di questo tipo, al fine di favorire partecipazioni di lungo periodo e il coinvolgimento degli azionisti, si è recentemente espresso il REFLECTION GROUP, *Report of the Reflection Group On the Future of EU Company Law*, 5 April 2011, consultabile all'indirizzo http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/reflectiongroup_report_en.pdf, par. 3.1.3.

(23) V. quanto esplicitato dalla Relazione al d.lgs. n. 91/2012, *sub* art. 3, co. 8, circa la possibilità che gli emittenti e gli intermediari delineino una procedura "standard" per l'implementazione del meccanismo.

le attestazioni relative alla sussistenza delle condizioni alle quali, invece, lo stesso è subordinato.

4. Rappresentanza, deleghe di voto e sollecitazione delle deleghe

Al 10° *considerando* della Direttiva 2007/36/CE si legge che «[i]l buon governo societario richiede procedure agevoli ed efficienti per l'esercizio del voto per delega. Le limitazioni e i vincoli esistenti che rendono il voto per delega difficile e oneroso dovrebbero pertanto essere eliminati».

Il legislatore italiano, con il d.lgs. n. 91/2012, è intervenuto anche sull'istituto delle deleghe di voto, quale ulteriore ed importante strumento per facilitare e incoraggiare l'espressione del diritto di voto, introducendo, oltre a modifiche meramente redazionali o rese necessarie dall'esigenza di coordinamento con le novità nel frattempo introdotte in altri settori normativi (il riferimento è, in particolare, al Codice dell'amministrazione digitale e alla possibilità di conferire la delega con documento informatico), talune modifiche di carattere sostanziale, di cui è opportuno dare brevemente conto.

Quanto al primo profilo, ci si limita a segnalare che è stato modificato l'art. 135-*novies* t.u.f. statuendosi, al comma 6, che la delega possa essere conferita con documento informatico sottoscritto in forma elettronica, ai sensi dell'art. 21, co. 2, d.lgs. 7 marzo 2005, n. 82, al quale è conferita l'efficacia della scrittura privata *ex art. 2702 c.c.*

Soffermandosi, invece, sulle modifiche c.d. di carattere sostanziale, il legislatore ha opportunamente previsto, sulla scorta dei rilievi emersi in sede di consultazione sullo schema di decreto correttivo contenuto nel documento illustrativo del 13 febbraio 2012, che le Sgr, le Sicav, le società di gestione armonizzate, nonché i soggetti extracomunitari che svolgono attività di gestione collettiva del risparmio possano conferire la rappresentanza per più assemblee, così derogando all'art. 2372, co. 2, c.c. Lo scopo della rimozione del limite del conferimento della rappresentanza solo per singole assemblee è quello di agevolare la partecipazione assembleare e l'esercizio del diritto di voto da parte degli investitori istituzionali italiani ed esteri, in conformità alla prassi internazionale⁽²⁴⁾. Inoltre, è stato espressamente disposto, al fine di risolvere un problema

(24) V., sul punto, le osservazioni di ASSOGESTIONI, *Risposta alla consultazione su un documento illustrativo di alcune misure integrative e correttive del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 27 di attuazione della direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, 2 marzo 2012, p. 2.

di coordinamento tra disciplina speciale e disciplina codicistica, che, in caso di conferimento della delega ad un rappresentante in conflitto di interessi, non si applichi la norma generale di cui all'art. 1711, co. 2, c.c., in materia di limiti del mandato, escludendosi quindi che il rappresentante cui siano state attribuite deleghe di voto possa discostarsi dalle istruzioni ricevute (v. art. 135-*decies*, co. 1, ult. per.).

Per quanto concerne, poi, specificamente la sollecitazione di deleghe, il decreto correttivo ha chiarito, sebbene alla medesima conclusione si potesse giungere anche prima, sulla scorta, in particolare, delle disposizioni di regolamentazione secondaria (cfr. art. 138, co. 2 e 4, reg. emittenti)⁽²⁵⁾, che l'emittente rientra tra i soggetti che possono farsi promotori di una sollecitazione.

Ulteriori interventi di modifica hanno poi riguardato l'estensione della disciplina della sollecitazione di deleghe di voto alle assemblee dei titolari di strumenti finanziari diversi dalle azioni ammessi alla negoziazione su mercati regolamentati (v. art. 137, co. 4-*bis*, t.u.f.), in linea con le semplificazioni - che ne hanno ridotto in misura significativa i costi - e le nuove caratteristiche dell'istituto della delega introdotte dal d.lgs. n. 27/2010⁽²⁶⁾; nonché la distinzione tra fondato sospetto di violazione delle disposizioni in materia di sollecitazione di deleghe e accertata violazione delle stesse. L'attività di sollecitazione può essere vietata dalla Consob solo in tale ultimo caso, limitandosi, invece, la medesima, nella prima ipotesi, a sospenderne l'attività (v. art. 144, co. 2, lett. b) t.u.f.).

È, infine, opportuno dar conto, per esigenze di completezza, di una figura che, ancorché non contemplata dalla Direttiva 2007/36/CE, è stata introdotta dal d.lgs. n. 27/2010 per facilitare l'espressione del voto per delega da parte dei soci e la cui disciplina è stata parimenti modificata dal decreto in commento: la figura del rappresentante designato dalla società (v. art. 135-*undecies* t.u.f.).

L'art. 135-*undecies* t.u.f. è stato integrato prevedendosi la possibilità di conferire la delega al rappresentante designato anche nelle convocazioni successive alla prima, non ostandovi esigenze organizzative. Ancora, si è precisato, al fine di meglio garantirne il ruolo, che al medesimo non possano essere conferite deleghe se non nella suddetta qualità

(25) Detta circostanza è evidenziata ASSONIME, *La nuova disciplina del funzionamento dell'assemblea delle società quotate*, Circolare n. 14/2011, in *Riv. soc.*, 2011, p. 531; nonché da PETRAZZINI, *Il d. lgs. 91/2012 e le modifiche alla disciplina dell'assemblea di società per azioni quotate*, in *Nuovo dir. soc.*, 2012, n. 16, p. 22.

(26) V. Relazione al d.lgs. n. 91/2012, *sub* art. 3, co. 16, la quale dà anche conto di una prassi in tal senso con riferimento all'assemblea degli obbligazionisti.

e quindi attraverso le procedure previste dall'articolo in commento⁽²⁷⁾. In sede di redazione del testo *definitivo* del decreto correttivo è stato invece eliminato il divieto, originariamente previsto nello schema di decreto posto in consultazione dal Ministero nel febbraio 2012, di delegare statutariamente agli amministratori la scelta se designare o meno un rappresentante. Siffatta eliminazione, che consente alle società di avere una certa flessibilità nelle proprie scelte, sembra la soluzione preferibile, anche alla luce della scarsa utilizzazione dell'istituto⁽²⁸⁾.

5. Cenni sulle modifiche in materia di società cooperative quotate

Per concludere questo breve *excursus* sulle modifiche ed integrazioni apportate dal d.lgs. n. 91/2012 e prima di spendere qualche parola sulle sollecitazioni provenienti dall'Unione Europea, è opportuno dare conto di un ulteriore intervento, che riguarda, più in generale, l'ambito soggettivo di applicazione delle disposizioni in materia di esercizio dei (o meglio, di alcuni dei) diritti degli azionisti.

Precisamente, il d.lgs. n. 91/2012 ha abrogato le norme della sezione II-*bis*, capo II, titolo III, parte IV, del t.u.f., ad eccezione del solo art. 135-*bis* (oggetto, però, di significativa rivisitazione), riconsiderando l'esclusione delle società cooperative quotate dall'ambito di applicazione delle norme sulla convocazione e sulla informativa preassembleare. L'esclusione era stata operata dal d.lgs. n. 27/2010, in attuazione del criterio direttivo di cui all'art. 31, co. 1, lett. a), della legge comunitaria 2008, la quale a sua volta sfruttava un'opzione contenuta nella Direttiva 2007/36/CE (v. art. 1, par. 3, lett. c), della Direttiva⁽²⁹⁾).

A seguito di detta abrogazione e della contestuale riformulazione dell'art. 135-*bis* t.u.f. - il quale continua ad elencare le disposizioni in materia di diritti degli azionisti *non* applicabili alle cooperative -, trovano oggi applicazione alle società cooperative quotate le previsioni concernenti l'avviso di convocazione dell'assemblea, le relazioni sulle materie all'ordine del giorno, il sito internet della società, le convocazioni successive alla prima, l'integrazione dell'ordine del giorno e la presentazione di nuove proposte di delibera, oltre al voto per corrispon-

(27) Cfr. Relazione al d.lgs. 91/2012, *sub* art. 3, co. 14.

(28) V. ASSONIME, *Consultazione*, cit., p. 9 s.; nonché il parere delle Commissioni II e VI riunite del Senato.

(29) Detta disposizione prevede, infatti, che gli Stati membri possano escludere dall'ambito di applicazione della Direttiva alcuni tipi di società, tra cui appunto le società cooperative.

denza o per via elettronica, le quali non sono incompatibili con il tipo “società cooperativa”. È stata, invece, confermata la non applicabilità a dette società degli artt. 127-*ter* (diritto di porre domande prima dell’assemblea) e 127-*quater* t.u.f. (maggiorazione del dividendo), che non trovano riscontro in disposizioni anteriori alla novella del 2010; nonché degli artt. 127-*bis* (annullabilità delle deliberazioni e diritto di recesso) e 125-*bis*, co. 4, lett. *b*), n. 3, e lett. *c*) (quanto a talune indicazioni da inserirsi nell’avviso di convocazione), in considerazione di altre esclusioni espressamente previste da singole disposizioni del t.u.f. (si pensi alle norme della sezione II-*ter*, in materia di deleghe di voto, e al sistema della *record date* di cui all’art. 83-*sexies*, co. 2, t.u.f.).

Tra le eccezioni all’omogeneità di trattamento rispetto alle s.p.a. quotate figurano anche la mancata estensione alle cooperative del termine più lungo (di 40 giorni) di convocazione dell’assemblea chiamata ad eleggere, mediante voto di lista, i componenti degli organi sociali (art. 125-*bis*, co. 2, t.u.f.) e la riduzione da quindici a dieci giorni del termine entro cui dare notizia dell’integrazione all’ordine del giorno o delle ulteriori proposte di deliberazione (v. art. 135-*bis*, co. 3, t.u.f.).

Nonostante la Direttiva sui diritti degli azionisti consentisse agli Stati membri di escludere dal suo ambito di applicazione le società cooperative, e la legge comunitaria 2008 si sia prontamente avvalsa di detta facoltà, le disposizioni in materia di convocazione e di informativa preassembleare (con le eccezioni sopra viste) non sembrano in contrasto con le specificità di detto tipo sociale, né paiono idonee ad intaccare le peculiarità del relativo modello di *governance*⁽³⁰⁾.

In conseguenza dell’applicazione alle società cooperative dei termini di convocazione dell’assemblea e di pubblicazione della documentazione assembleare previsti dall’art. 125-*bis* ss. t.u.f., viene meno la necessità di rendere ad esse inapplicabili altre previsioni contenute nel capo II (si pensi, ad esempio, all’art. 147-*ter*, co. 1-*bis*, t.u.f., relativo al deposito delle liste di candidati), le quali, in effetti, non compaiono più tra le disposizioni elencate nell’art. 135-*bis* t.u.f.

6. Shareholder identification: la scelta di (non) intervento in sede di decreto correttivo

Dopo aver illustrato i principali interventi correttivi e integrativi contenuti nel decreto legislativo in oggetto, è opportuno spendere qualche

(30) V. Relazione al d.lgs. n. 91/2012, nel commento *sub* art. 3, co. 9, 10 e 11 - Modifiche alla sezione II-*bis*.

parola su un istituto alla cui disciplina non è stata apportata alcuna modifica sostanziale, ma che, tuttavia, merita attenzione essendo uno degli istituti al centro del dibattito europeo: l'identificazione degli azionisti (*shareholder identification*), prevista e regolata dall'art. 83-*duodecies* t.u.f.⁽³¹⁾.

Quanto all'ordinamento italiano, la ragione espressamente addotta dal legislatore a giustificazione della scelta di non procedere ad alcun intervento correttivo o integrativo è stata l'assenza di un quadro di armonizzazione comunitaria in materia⁽³²⁾. Il legislatore non è quindi intervenuto sulla discussa⁽³³⁾ facoltà concessa all'azionista di negare il consenso alla trasmissione dei propri dati e neppure ha provveduto a sciogliere i dubbi ed eliminare gli elementi di criticità presenti nell'attuale disciplina (si pensi all'incertezza sui costi della procedura o, appunto, alla facoltà degli azionisti di rimanere nell'anonimato). Al riguardo, è stato ad esempio rilevato che la norma non specifica se i dati ricevuti a seguito della richiesta di identificazione debbano essere messi a disposizione di tutti i soci o dei soli richiedenti, limitandosi a prevedere, al comma 4, che i dati ricevuti siano messi a disposizione dei soci senza oneri a loro carico⁽³⁴⁾.

Passando all'ordinamento dell'Unione europea, la questione della *shareholder identification* è divenuta, negli ultimi anni, oggetto di crescente interesse ed attenzione, alla luce dei possibili vantaggi che dalla medesima potrebbero conseguire nei rapporti intrasocietari (anche sotto il profilo dell'accrescimento dell'impegno attivo degli azionisti nelle società in cui essi investono).

Il Libro Verde del 2011, nell'ambito degli argomenti posti in consul-

(31) Detto articolo è stato inserito nel t.u.f. dal d.lgs. n. 27/2010. Per una dettagliata analisi dell'istituto della *shareholder identification* e delle problematiche ad esso connesse si rimanda a GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista e legittimazione all'esercizio del voto nelle S.p.a. quote*, Torino, 2012.

(32) In tal senso si esprime il Ministero dell'economia e delle finanze (Dipartimento del Tesoro) nella relazione illustrativa di alcune misure integrative e correttive del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 27 contenute nel documento di consultazione del 13 febbraio 2012, *sub art. 83-duodecies* t.u.f.

(33) Trattasi di facoltà che non ha mancato di sollevare perplessità tra gli interpreti. Cfr., a mero titolo esemplificativo, DE LUCA, *La nuova disciplina della gestione accentrata e della legittimazione degli azionisti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, p. 259 s.; diversamente, nel senso cioè che l'approccio normativo meriti, in linea generale, apprezzamento, sembra invece esprimersi GARGANTINI, *op. cit.*, p. 73 s.

(34) Cfr. ASSONIME, *Consultazione*, cit., p. 5 s., secondo la quale sarebbe opportuno un intervento a correzione dell'attuale disciplina, soprattutto con riguardo alla facoltà per i soci di restare nell'anonimato, le cui osservazioni sono riproposte anche nel parere approvato dalle Commissioni II e VI riunite del Senato.

tazione, ha chiesto agli interessati se fossero d'accordo sulla necessità di un meccanismo europeo, tecnico e/o giuridico, volto a consentire agli emittenti di identificare i propri azionisti, così da facilitare il dialogo tra i medesimi in materia di governo societario, e se un simile meccanismo potesse favorire la cooperazione tra investitori⁽³⁵⁾, ricevendone in netta prevalenza una risposta affermativa. Precisamente, la gran parte di coloro che hanno risposto al quesito condividono l'opinione che sia necessaria l'introduzione di un meccanismo a livello europeo, sebbene siano emerse divergenze tra gli stessi circa il modo e la soluzione migliore per procedere in siffatta direzione⁽³⁶⁾. In particolare, opinioni differenti sono state espresse con riguardo alla circostanza se l'identificazione debba essere resa accessibile alla sola società o anche agli altri azionisti, mentre una certa concordanza emerge relativamente alla necessità che gli Stati membri siano tenuti al reciproco riconoscimento degli attuali meccanismi nazionali di identificazione degli azionisti.

La Commissione europea, preso atto che gli strumenti esistenti non sono sufficientemente precisi o sono privi della necessaria dimensione transfrontaliera e che maggiori informazioni sull'identità dei possessori delle azioni di società quotate possono migliorare il dialogo in materia di *corporate governance* tra la società e i suoi azionisti, ha inserito nel proprio Piano d'azione la proposizione, nel corso del 2013 (nel quadro del suo programma di lavoro nel settore dei valori mobiliari), di un'iniziativa legislativa per migliorare la visibilità delle partecipazioni azionarie in Europa⁽³⁷⁾.

Per concludere, e in attesa di conoscere i dettagli dell'iniziativa dell'Unione europea, è interessante segnalare che da una recente indagine promossa da Assonime sull'effettiva utilizzazione, nel territorio nazionale, dell'istituto della identificazione degli azionisti, emerge la scarsa tendenza ad avvalersi delle potenzialità offerte dalla disciplina legislativa, dovuta, probabilmente, alle zone d'ombra e di incertezza che ancora la caratterizzano⁽³⁸⁾.

(35) V. Libro verde del 2011, par. 2.6.

(36) V. EUROPEAN COMMISSION, *Feedback Statement. Summary of Responses to the Commission Green Paper on the EU Corporate Governance Framework*, 15 November 2011, consultabile su http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2011/corporate-governance-framework_en.htm, *sub question 20*, nel quale sono riassunte le soluzioni proposte dai soggetti interessati.

(37) V. Piano d'azione del 2012, par. 2.3.

(38) Oltre a quanto già accennato nel testo, un ulteriore limite dell'attuale disciplina della *shareholder identification* si ravvisa nella mancanza di una disposizione comunitaria cogente, che imponga agli intermediari esteri di collaborare nell'identificazione degli azionisti. V. ASSONIME, *Le assemblee*, cit., p. 68.

7. Le (ulteriori) sollecitazioni provenienti dall'ordinamento dell'Unione Europea

Oltre a quanto si è detto, nel precedente paragrafo, in merito alla *shareholder identification*, il legislatore italiano, in sede di decreto correttivo, non ha affrontato altre questioni di rilievo in materia di diritti degli azionisti, che sono, invece, oggetto dell'attuale dibattito a livello europeo internazionale. Di talune di esse si è espressamente occupata la Commissione in sede di preparazione e redazione dell'*Action Plan*; altre, dalla medesima parimenti trascurate, sono state recentemente riportate al centro del dibattito dagli operatori (*practitioners* ed *experts*).

Trattasi in ogni caso di profili che meritano, senza alcuna pretesa di completezza o di esaustività date le finalità del presente scritto (v. *supra*, par. 1), almeno qualche cenno di approfondimento.

Una prima questione è quella relativa ai consulenti in materia di voto (*proxy advisors*), il cui ruolo nell'*equity chain* è, secondo un'opinione condivisa, importante specie per gli investitori (istituzionali) stranieri, i quali tendono a fare maggiore ricorso ai loro servizi e maggiore affidamento sui loro consigli di voto (soprattutto se detentori di portafogli titoli estremamente diversificati, che rendono difficile valutare in dettaglio come votare sui punti iscritti all'ordine del giorno delle varie assemblee)⁽³⁹⁾. Detti consulenti, quindi, esercitano - *recte*: sono nella condizione di esercitare - un'influenza notevole sul voto nelle assemblee generali delle società quotate. Nonostante questo, ad oggi l'attività dei *proxy advisors*, che si sta gradualmente diffondendo in Europa e ha assunto negli ultimi anni un'importanza crescente, non è oggetto di regolamentazione, né a livello comunitario, né a livello di Unione europea - e, per quanto riguarda il nostro ordinamento, scarsa è pure l'utilizzazione di tale figura⁽⁴⁰⁾-.

Uno dei maggiori problemi evidenziati con riguardo alla predetta attività è proprio l'assenza di regole e di trasparenza circa i metodi utilizzati per preparare le consulenze in materia di voto, oltre al frequente rischio dell'insorgenza di conflitti di interesse (per il fatto che gli stessi *proxy advisors* operino anche in qualità di consulenti in materia di governo societario per le società partecipate o forniscano consigli di voto relativamente a risoluzioni proposte da uno dei propri clienti)⁽⁴¹⁾. La

(39) Cfr. tanto il Libro verde del 2011 (par. 2.5), quanto il Piano d'azione della Commissione europea del 2012 (par. 3.3).

(40) V. quanto rilevato da CONSOB, *Le linee di azione della Commissione europea*, cit., p. 87.

(41) Tali criticità sono state ampiamente evidenziate nel Libro verde del 2011 (par. 2.5) e nelle risposte alla consultazione avviata con il medesimo (v. EUROPEAN COMMISSION, *Feedback Statement*, cit., *sub question* 18), ove più di ¾ dei rispondenti al quesito si sono

manca di trasparenza, in particolare, contribuisce ad inficiare l'accuratezza e l'affidabilità delle consultazioni rese. Infine, l'indice è stato puntato anche sulla mancanza di concorrenza del settore, che potrebbe ripercuotersi sulla qualità e adeguatezza rispetto alle esigenze degli investitori delle consulenze medesime⁽⁴²⁾.

Alla luce di quanto sopra, la Commissione ha affermato nel proprio *Action Plan*⁽⁴³⁾ che procederà a valutare l'opportunità di un'iniziativa, da assumere nel corso del 2013, eventualmente in sede di revisione della Direttiva 2007/36/CE, al fine di migliorare le discipline relative alla trasparenza e ai conflitti di interesse applicabili ai consulenti in materia di voto. La stessa sembra inoltre intenzionata a dare rilievo, in detta valutazione, ai risultati dell'analisi e della consultazione, avviata dall'ESMA (*European Securities and Markets Authority*) nel marzo del 2012 e conclusasi nel giugno dello stesso anno, e riassunti in un *final report* avente ad oggetto il ruolo dell'industria dei *proxy advisors*⁽⁴⁴⁾.

Altra questione centrale sulla quale la Commissione europea si è ampiamente soffermata nell'ambito del più ampio tema dell'impegno attivo degli azionisti riguarda la trasparenza delle politiche di voto adottate dagli investitori istituzionali (e, più in generale, da ogni *asset manager* o gestore degli attivi); questione che, oltretutto, sembra destinata a suscitare un crescente interesse anche nel nostro ordinamento – il quale, diversamente da altri Paesi europei, non contempla alcuna specifica regolamentazione in materia⁽⁴⁵⁾ – alla luce dell'incremento della partecipazione degli investitori istituzio-

espressi in favore della previsione, a livello europeo, di maggiore trasparenza dell'attività dei consulenti in materia di voto.

(42) Ulteriori criticità sull'industria ed attività dei *proxy advisors* sono state evidenziate da EUROPEAN COMMISSION, *Summary of the Informal Discussions Concerning the Initiative on Shareholder Engagement*, cit., p. 5.

(43) V. Piano d'azione del 2012, par. 3.3.

(44) EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *Final Report. Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry*, 19 February 2013, ESMA/2013/84, consultabile all'indirizzo <http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-84.pdf>. Detta Autorità, alla luce degli *inputs* e dei contributi ricevuti, ritiene che l'approccio appropriato, allo stato, sia quello di incoraggiare l'industria dei *proxy advisors* a sviluppare un proprio codice di condotta e ha proposto una serie di principi volti a fungere da guida nella redazione del codice. All'ESMA *Final Report* è seguita l'elaborazione, da parte del *Best Practice Principles Group* (che riunisce i rappresentanti delle principali industrie del settore), di una serie di principi di *best practices* da applicare nello svolgimento di alcuni servizi di consulenza. Sul relativo documento è stata lanciata, lo scorso 28 ottobre, una consultazione pubblica conclusasi il 20 dicembre 2013; la versione definitiva di detti principi è stata pubblicata in marzo 2014.

(45) Cfr. CONSOB, *Le linee di azione della Commissione europea*, cit., p. 80 s., testo e nt. 202.

nali in assemblea in conseguenza del recepimento del meccanismo della *record date*.

La conclusione cui la Commissione è giunta, sulla scorta delle risultanze delle consultazioni promosse con i *Green Papers* del 2010 e del 2011, è che la divulgazione di informazioni sulle politiche di voto e di impegno attivo degli investitori istituzionali nelle società partecipate possa facilitare il dialogo tra gli investitori e le società, avere un impatto positivo sulla consapevolezza degli investitori stessi, consentire agli investitori ultimi di ottimizzare le proprie decisioni di investimento⁽⁴⁶⁾. Per questi motivi, e alla luce del suo obiettivo generale di coinvolgimento attivo degli azionisti, la Commissione intende proporre, sempre nel 2013, eventualmente modificando la Direttiva 2007/36/CE, un'iniziativa sulla divulgazione delle predette informazioni, nonché dei dati relativi al voto degli investitori istituzionali.

L'ultima questione degna di nota, legata ai temi affrontati nel presente scritto, e sulla quale nessun intervento è stato parimenti operato dal d.lgs. n. 91/2012, riguarda l'esercizio con mezzi elettronici del diritto di voto.

Al riguardo, si rammenta che il precedente d.lgs. n. 27/2010 aveva modificato l'art. 2370 c.c. al fine di prevedere, in conformità al dettato dell'art. 8 della Direttiva 2007/36/CE, che lo statuto delle società potesse consentire l'intervento in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione ovvero l'espressione del voto per corrispondenza o in via elettronica.

L'espressa previsione di un possibile utilizzo di strumenti elettronici ai fini della partecipazione assembleare dovrebbe favorire soprattutto l'esercizio transfrontaliero del diritto di voto e, quindi, l'interazione della società con il proprio azionariato *cross-border*. Come ben emerge, infatti, dalla stessa Direttiva 2007/36/CE, «[p]ercentuali significative di azioni delle società quotate sono detenute da azionisti che non risiedono nello Stato membro nel quale la società ha la propria sede legale. Gli azionisti non residenti dovrebbero essere in grado di esercitare i loro diritti in relazione all'assemblea con la stessa facilità degli azionisti che risiedono nello Stato membro nel quale la società ha la sede legale. Questo comporta la necessità di eliminare gli ostacoli che impediscono attualmente agli azionisti non residenti di avere accesso alle informazioni rilevanti per l'assemblea e di esercitare i diritti di voto senza intervenire fisicamente all'assemblea» (v. il 5° considerando della Direttiva).

Nonostante la centralità delle connesse questioni dell'*electronic voting* e del *cross-border voting*, nulla si legge al riguardo nell'*Action*

(46) V. Piano d'azione del 2012, par. 2.4.

Plan del 2012⁽⁴⁷⁾. La ragione è probabilmente da ravvisare nel fatto che la Commissione si proponeva di esaminare il problema nel contesto dei lavori sull'armonizzazione della normativa in materia di strumenti finanziari. Merita, comunque, di essere segnalato che operatori ed esperti lamentano la permanenza, tuttora, di ostacoli di carattere giuridico o finanziario all'esercizio transfrontaliero del diritto di voto e di inefficienze, quanto all'effettivo funzionamento del voto elettronico, in alcuni Stati membri, tali da limitarne le potenzialità, e ribadiscono la necessità che tali barriere siano (effettivamente) rimosse⁽⁴⁸⁾.

8. Qualche considerazione conclusiva

Dal generale quadro sopra tratteggiato, volto essenzialmente a dar conto della recente evoluzione normativa in materia di diritti degli azionisti, emerge con evidenza la centralità dell'argomento nell'ambito del dibattito sulle migliori prassi di governo societario. È infatti ampiamente diffusa, tra gli operatori, la convinzione che il riconoscimento effettivo dei diritti degli azionisti costituisca un prerequisito "chiave" per il loro coinvolgimento e la loro partecipazione attiva nelle società con azioni quotate: lungo questa direttrice si muove la stessa Commissione europea, che ha più volte ribadito detto concetto e la necessità di darvi adeguato rilievo ai fini della modernizzazione e del miglioramento delle regole di *corporate governance*.

Tuttavia, quantomeno a livello nazionale, se alcuni istituti introdotti negli ultimi anni e volti, in linea generale, a rafforzare le prerogative degli azionisti hanno prodotto esiti positivi – ci si riferisce, in primo luogo, all'adozione del meccanismo della *record date*, il quale ha incentivato e

(47) Cfr. Libro Verde del 2011 (al par 2.4.2), nel quale si sottolinea che la Direttiva 2007/36/CE ha contribuito sensibilmente a migliorare la situazione con riguardo all'esercizio transfrontaliero del diritto di voto e che, per quanto concerne le difficoltà che ancora permangono – si pensi, in particolare, al problema della circolazione *effettiva* di informazioni pertinenti tra emittente e azionista –, la Commissione è al corrente delle difficoltà ed esaminerà il problema nel contesto dei lavori sull'armonizzazione della normativa in materia di strumenti finanziari. V., inoltre, le raccomandazioni del *Reflection Group* (nel suo *Report of the Reflection Group*, cit., p. 50), secondo cui agli emittenti dovrebbe essere richiesto di garantire ai propri azionisti la possibilità di votare elettronicamente, organizzando efficienti sistemi di votazione (ad eccezione delle società quotate più piccole, alle quali dovrebbe essere consentito di avvalersi di una clausola di *opt-out*).

(48) EUROPEAN COMMISSION, *Summary of the Informal Discussions Concerning the Initiative on Shareholder Engagement*, cit., p. 6.

favorito la presenza di investitori istituzionali, soprattutto stranieri⁽⁴⁹⁾, nelle assemblee⁽⁵⁰⁾, o all'esercizio del diritto di porre domande prima dell'assemblea (seppure, in tale ultimo caso, per ragioni a volte pretestuose, di mero disturbo)⁽⁵¹⁾ -, ben maggiori sono gli istituti o strumenti che hanno avuto poco o scarso successo, non essendosene gli azionisti avvalsi. Si pensi, in particolare, alla facoltà di prevedere statutariamente una maggiorazione del dividendo, alla previsione (statutaria) e all'esercizio della facoltà di identificazione degli azionisti, all'utilizzo del voto elettronico e alla partecipazione in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione, nonché all'esercizio del diritto di chiedere l'integrazione dell'ordine del giorno⁽⁵²⁾.

In taluni casi la scarsa utilizzazione di certi istituti sembra dettata da criticità e lacune delle rispettive discipline e/o da incertezze quanto ai costi delle relative procedure, sebbene gli sforzi fatti dal legislatore del 2012, (anche) sulla base dei rilievi sollevati dalla comunità scientifica e dal mondo imprenditoriale con riguardo alle disposizioni introdotte dal d.lgs. n. 27/2010, meritino complessivamente apprezzamento. In altri casi, però, detta scarsa utilizzazione potrebbe plausibilmente suggerire un ripensamento degli istituti stessi - o meglio di alcuni di essi - per valutare, ad esempio, la possibilità, già autorevolmente adombrata⁽⁵³⁾, di limitarne l'esercizio a minoranze qualificate, anche al fine di evitare un uso distorto e improprio di certi strumenti.

Un "ripensamento" dell'attuale disciplina legislativa - certamente opportuno - dovrebbe comunque porsi nel solco tracciato dalle principali linee di intervento suggerite a livello di Unione europea, non solo affrontando problematiche che, seppur (ancora) poco significative a livello nazionale, sono quanto mai attuali nel contesto europeo, ma anche affrontandole alla luce dei tanti rilievi e sollecitazioni ivi emersi. Da questo punto di vista, un'attenzione particolare dovrebbe essere posta sulla figura e, soprattutto, sul ruolo dei *proxy advisors*, di cui la crescente partecipazione degli investitori istituzionali alle assemblee delle società quotate ha fatto emergere l'importanza.

(49) Il dato emerge da LINCIANO, CIAVARELLA, NOVEMBRE, SIGNORETTI, *Rapporto 2013 sulla corporate governance delle società quotate italiane*, 18 novembre 2013, p. 20 s.

(50) V. ASSONIME, *Le assemblee delle società quotate*, cit., p. 4, testo e nt. 3, e p. 73.

(51) *Ivi*, p. 38 s.

(52) *Ivi*, rispettivamente a pp. 71, 66 s., 43 s., 26.

(53) V. MONTALENTI, *op. cit.*, p. 686 s., secondo il quale, in un sistema progressivamente orientato alla costruzione di diritti dei soci correlati al possesso azionario qualificato, non sarebbe affatto incongruo o contrario ai principi rapportare alla percentuale della partecipazione anche il diritto di informazione e, soprattutto, di intervento in assemblea.

Abstract

At the beginning of 2010 the Italian Parliament adopted legislative decree No. 27/2010, containing provisions on shareholder voting rights. This legislative decree, which amended some articles of the Italian Consolidated Law on Finance (hereinafter CLF), was adopted to comply with Directive 2007/36/EC on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies. In 2012, the Italian Legislator introduced significant amendments to the abovementioned provisions for improving the domestic legislation and eliminating the previous inefficiencies. The article provides, on the one hand, a brief overview of the new sections of the CLF regarding shareholder rights, on the other hand some hints on the future EU initiatives and proposals in this key area of corporate law.