

**DOTTORATO DI RICERCA IN DIRITTO DELL'ECONOMIA E
DELL'IMPRESA
- SEZIONE DI DIRITTO COMMERCIALE E DELL'ECONOMIA -
XXIII CICLO**

LE DELEGHE DI VOTO NELLE SOCIETA' QUOTATE

INDICE

Piano dell'indagine.....	1
--------------------------	---

PRIMO CAPITOLO

CORSI E RICORSI STORICI DELLE DELEGHE DI VOTO. CENNI

1.1 Il tempo dei divieti: dal Codice di Commercio del 1882 al Codice Civile del 1942.....	9
1.2. Accessi dibattiti dottrinali e progetti di riforma.....	16
1.3. La legge n. 216 del 1974.....	21
1.3.1 Il nuovo testo dell'art. 2372 c.c.....	22
1.4. Il contesto politico-economico degli anni ottanta: il nuovo interesse degli studiosi per il tema della <i>corporate governance</i>	26
1.5. La riforma del 1998: il T.U.F.....	28
1.6. La legge sul risparmio: l. n. 262/2005.....	33

SECONDO CAPITOLO

IL NUOVO QUADRO NORMATIVO SUI MODI E LE TECNICHE DI PARTECIPAZIONE DELL'AZIONISTA ALLE VICENDE SOCIETARIE

I Sezione

LA DIRETTIVA "SHAREHOLDERS' RIGHTS"

2.1. La <i>ratio</i> sottostante la Direttiva 2007/36/CE.....	37
2.2. Cenni generali sul contenuto della Direttiva.....	45
2.2.1. L'informazione pre-assembleare.....	48
2.2.2. Uno sguardo di sintesi sulle norme in tema di rappresentanza assembleare.....	50
2.3. L'attivismo degli investitori istituzionali.....	51
2.3.a. Negli Stati Uniti.....	52
2.3.b. In Italia.....	57

2.4. Le deleghe di voto “spontanee”.....	60
2.5. Il rappresentante in conflitto di interessi.....	64
2.6. L’identificazione degli azionisti.....	64
2.7. Le lacune della Direttiva in tema di rappresentanza assembleare.....	65

II Sezione

Il DECRETO LEGISLATIVO 27/2010

2.8. Il d.lgs. 27/2010 non si applica alle società cooperative.....	69
2.9 Il nuovo sistema di gestione accentrata degli strumenti finanziari.....	71
2.10 L’introduzione della data di registrazione per l’intervento e l’esercizio del voto in assemblea...	72
2.11. Il sistema di identificazione degli azionisti predisposto dal d.lgs. 27/2010.....	73
2.12. Il voto per corrispondenza o in via elettronica.....	77
2.13. La partecipazione “virtuale” all’assemblea.....	81
2.14. Voto per corrispondenza e voto in via elettronica a confronto.....	82

TERZO CAPITOLO

LE DELEGHE “SPONTANEE”

3.1. L’art. 2372 c.c. tra vecchio e nuovo testo.....	85
3.2. La rappresentanza nelle società quotate: art. 135- <i>novies</i> TUF.....	90
3.2.1. Il voto divergente.....	93
3.3. Il rappresentante in conflitto di interessi.....	96
3.4. Il rappresentante designato dalla società.....	102

QUARTO CAPITOLO

*LA SOLLECITAZIONE E LA RACCOLTA DELLE DELEGHE DI VOTO ALLA LUCE
DELLE NOVITA’ INTRODOTTE DAL D.LGS. 27/2010*

4.1. Sollecitazione e raccolta delle deleghe di voto prima del d.lgs. 27/2010.....	119
--	-----

4.1.a. Gli elementi tipici della fattispecie originaria della sollecitazione.....	120
4.1.b. Elementi caratterizzanti l'istituto della raccolta delle deleghe di voto.....	124
4.1.c. Doveri del committente, dell'intermediario, e delle associazioni di azionisti.....	125
4.2. Gli effetti della Direttiva 2007/36/CE sulla sollecitazione e sulla raccolta delle deleghe di voto.....	126
4.3. La nuova disciplina della sollecitazione delle deleghe di voto e della delega associativa.....	128
4.3.1 Le modifiche al R.E. in tema di sollecitazione e di raccolta delle deleghe di voto.....	130
4.4. La nozione di delega di voto ai fini della sollecitazione.....	133
4.4.1. La sollecitazione del 1998 e la sollecitazione del 2010 a confronto.....	135
4.4.2. La <i>ratio</i> della nuova sollecitazione delle deleghe di voto.....	136
4.5. Gli obblighi del promotore della sollecitazione.....	142
4.5.1. I soggetti che possono assumere il ruolo di promotore.....	144
4.5.2 L'avvio della sollecitazione ad opera del promotore: il prospetto e il modulo di delega.....	147
4.6. Prime applicazioni del nuovo istituto: il fenomeno del "caro-deleghe".....	151
4.7. Postilla: il "Green Paper" europeo sui temi del governo societario.....	154

Bibliografia

Piano dell'indagine

L'oggetto del presente lavoro è costituito dall'analisi di alcune novità introdotte in tema di rappresentanza assembleare nelle società quotate dal d.lgs. del 27 gennaio 2010 n. 27, con il quale il nostro legislatore ha recepito la Direttiva 2007/36/CE dell'11 luglio 2007, relativa all'esercizio di alcuni diritti di azionisti di società quotate.

In particolare, gli obiettivi della Direttiva si possono così sintetizzare¹: rimuovere alcuni ostacoli all'espressione del voto a distanza da parte degli azionisti nazionali e *cross-border*, soprattutto semplificando le procedure del voto per delega e favorendo forme di partecipazione virtuale all'assemblea² ; introdurre alcuni presidi minimi volti a facilitare il diritto degli azionisti di minoranza di convocare l'assemblea e di partecipare all'individuazione dell'ordine del giorno; favorire una maggiore disponibilità e tempestività nella diffusione delle informazioni relative allo svolgimento dell'assemblea.

Anche se i primi commenti sul contenuto della Direttiva si sono concentrati sulla eliminazione del blocco alla circolazione dei titoli nell'immediatezza dell'assemblea e sulla *record date* quale sistema di legittimazione all'intervento e all'espressione del voto nella assise assembleare (impennato sulla comunicazione all'emittente, effettuata dall'intermediario, in conformità alla proprie scritture contabili, in favore del soggetto cui spetta il diritto di voto, al termine della giornata contabile del settimo giorno di mercato aperto precedentemente la data fissata per l'assemblea in prima ed unica convocazione), in questa sede ci soffermeremo sul tema della rappresentanza assembleare, vale a dire si cercherà di ricostruire l'attuale disciplina relativa all'uso delle delega di voto, considerando nell'indagine che si va conducendo anche alcuni fenomeni ad essa connessi, quali una più intensa informazione pre-assembleare, le modalità di esercizio del voto a distanza sia con

¹ In dottrina si è osservato come il quadro normativo predisposto dal recepimento della Direttiva «si pone in parziale controtendenza rispetto ad alcuni principi cardine su cui è basata la riforma societaria del 2003» e cioè «tutelare le minoranze non tanto attraverso il rafforzamento dei diritti di voce, quanto mediante la valorizzazione dell'exit», GUERRIERI, *Note introduttive Il recepimento della Direttiva Shareholders' rights: il legislatore scommette ancora sulla voce degli azionisti (di società quotate), La nuova disciplina dei diritti degli azionisti, Commentario*, a cura di Guerrieri, in *Nuove leggi civili commentate*, f.n. 4, 508.

² Da un indagine condotta da GEORGESON intorno alla "Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze" (in Italia) è emerso come «come per il circa l'80% del capitale presente il voto è stato esercitato attraverso il conferimento di deleghe. Va sottolineato come tale modalità riguardi la quasi totalità dei diritti di voto di pertinenza degli investitori esteri [...] la partecipazione degli investitori individuali [ha confermato] lo scarso *appeal* che l'assemblea annuale degli azionisti riveste tra i soci *retail*», 29, www.georgeson.it.

riferimento al voto per corrispondenza che ai mezzi elettronici di intervento e voto in assemblea, nonché il meccanismo di identificazione degli azionisti.

La *ratio* della scelta di indagare intorno alla rappresentanza assembleare risiede nella constatazione che, se le questioni critiche in tema di rappresentanza assembleare cercano una risposta consapevole nel nostro ordinamento già vigente il Codice di Commercio del 1882, numerosi sono i margini di incertezza che, anche alla stregua della nuova disciplina (confinata alle sole società con sede legale in uno Stato membro e azioni quotate in un mercato regolamentato dell'Unione), sussistono ancora in ordine all'uso delle deleghe di voto, soprattutto considerando che la Direttiva, nonché il decreto attuativo della medesima, non contemplano: il dovere da parte degli intermediari di fornire all'azionista i documenti pre-assembleari e di veicolare all'emittente il voto; una disciplina uniforme nei Paesi UE in tema di titolarità delle azioni; norme funzionali a semplificare le catene degli intermediari.

Ciò chiarito, il lavoro è strutturato in modo semplice:

- nel **I Capitolo**, “*Corsi e Ricorsi storici delle deleghe di voto. Cenni*”, si procederà a ricostruire l'evoluzione normativa che ha caratterizzato la rappresentanza assembleare, partendo dal Codice di Commercio del 1882 fino alla legge n. 262/2005 (c.d. Legge sul risparmio), in modo da individuare i profili problematici di questo istituto e le soluzioni proposte ed attuate prima del d.lgs. 27/2010, attuativo della Direttiva;

- nel **II Capitolo** “*Il nuovo quadro normativo sui modi e le tecniche di partecipazione dell'azionista alle vicende societarie*”, I Sezione, “*La Direttiva Shareholders' Rights*”, per esigenze di chiarezza espositiva, in una prima sezione si ricostruiranno le novità predisposte dalla Direttiva con riferimento tanto alla rappresentanza assembleare quanto all'intervento e all'esercizio (sia diretto che in via mediata) del voto in assemblea. In particolare, si illustrerà la *ratio* sottostante la Direttiva, e cioè creare un ambiente giuridico-normativo che ravvivi la

partecipazione degli azionisti alla vita della società, in special modo favorendo l'espressione del voto, soprattutto in ottica *cross-border*, sia semplificando talune delle formalità a ciò necessarie, sia facilitando le attività prodromiche o funzionali all'esercizio di tale diritto: convocazione (rimuovendo gli ostacoli che si frapponivano alla possibilità per l'azionista di ricevere una concreta informazione pre-assembleare), riconoscimento di maggiori poteri agli azionisti di minoranza per l'iscrizione di argomenti all'ordine del giorno, voto a distanza, delega spontanea, l'eliminazione del blocco alla circolazione dei titoli nell'immediatezza dell'assemblea, e l'introduzione della data di registrazione. Ciò premesso, sotto lo stretto profilo della rappresentanza assembleare, si può in estrema sintesi affermare che: la Direttiva sancisce il diritto dell'azionista di intervenire in assemblea ed esprimere il voto tramite rappresentante; gli Stati membri hanno la facoltà di limitare tanto la "*designazione di un rappresentante a una singola assemblea o alle assemblee che si svolgono in un determinato periodo*" quanto "*il numero delle persone che l'azionista può designare come rappresentanti per una determinata assemblea*"; non sono consentite limitazioni del diritto dell'azionista di designare un rappresentante, tranne che al fine di "*risolvere i potenziali conflitti di interesse tra il rappresentante e l'azionista*"; il rappresentante ha il diritto di ricevere procure di voto "*senza limitazioni di azionisti rappresentati*" (e può esprimere un voto diverso per ciascun azionista delegante, si legittima in tal modo il c.d. voto divergente); gli Stati membri consentono agli azionisti di designare un rappresentante (e revocare la designazione già effettuata) con mezzi elettronici e hanno la facoltà di "*chiedere ai rappresentanti di tenere traccia delle istruzioni di voto*";

• nel **II Capitolo** "*Il nuovo quadro normativo sui modi e le tecniche di partecipazione dell'azionista alle vicende societarie*", II

Sezione, “*Il decreto legislativo 27/2010*” si procederà ad una breve analisi della trasposizione nel nostro ordinamento della Direttiva, per poi porre particolare attenzione al fatto che, nonostante ciò non fosse previsto dalla medesima, il legislatore nazionale ha operato un ripensamento della disciplina in tema di gestione accentrata e dematerializzata degli strumenti finanziari. Si prenderanno, quindi, in considerazione il nuovo istituto della identificazione degli azionisti, e le modalità di partecipazione a distanza alle vicende societarie (diverse dalle deleghe di voto) quali l’uso del voto per corrispondenza o elettronico, ovvero gli strumenti di partecipazione “virtuale” all’assemblea;

- il **III Capitolo**, “*Le deleghe spontanee*”, sarà dedicato al diritto inderogabile dell’azionista delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio di intervenire in assemblea ed esprimere il voto attraverso un rappresentante. Verrà, poi, presa in considerazione l’abolizione dei limiti soggettivi al conferimento delle deleghe di voto e dei limiti al numero di azionisti rappresentabili da uno stesso soggetto (gli uni e gli altri incompatibili con i parr. 1 e 5 dell’art. 10 della Direttiva azionisti, comportando un ripensamento dell’art. 2372 c.c.). Inoltre, ci si concentrerà sulle norme dedicate al conferimento della delega in via elettronica (il Ministero della Giustizia deve stabilire, con regolamento, sentita la CONSOB, le modalità di conferimento della delega in via elettronica), nonché su quelle relative al conferimento della “*delega ad un rappresentante in conflitto di interessi*” purché il medesimo comunichi per iscritto al socio le circostanze da cui derivi tale conflitto e purché vi siano specifiche istruzioni di voto per ciascuna delibera in relazione alla quale il rappresentante dovrà votare per conto del socio, ponendo particolare attenzione alle ipotesi di conflitto di interessi tipizzate dal legislatore italiano e da quello europeo. Il legislatore ha tipizzato alcune ipotesi di conflitto di interessi. Da ultimo verrà approfondita la figura del

rappresentante designato dalla società introdotta nel TUF con il nuovo articolo 135-undecies secondo il quale *“salvo che lo statuto disponga diversamente, le società devono designare un rappresentante per ciascuna assemblea affinché i soci possano conferire allo stesso una delega con istruzioni di voto su tutte o alcune delle proposte all’ordine del giorno”*;

• nel **IV Capitolo**, *“La sollecitazione e la raccolta delle deleghe di voto alla luce delle novità introdotte dal d.lgs. 27/2010”*, si cercherà di ricostruire la fattispecie della sollecitazione delle deleghe di voto profondamente innovata dal d.lgs. 27/2010. E’ appena il caso di puntualizzare che la Direttiva azionisti non contiene principi volti a disciplinare in termini specifici la sollecitazione delle deleghe. Nei considerando si afferma però che *“le misure avverso possibili abusi potrebbero, in particolare, essere costituite dai regimi adottati dagli Stati membri per disciplinare l’attività di persone che sollecitano deleghe o che abbiano di fatto raccolto più di un determinato e significativo numero di deleghe, in particolare al fine di garantire un livello adeguato di affidabilità e trasparenza”*. Inoltre, vietando ogni limite in merito ai requisiti soggettivi dei rappresentanti, la Direttiva ha reso necessario un ripensamento delle norme italiane in tema di sollecitazione. Diversamente dal contesto normativo pre-riforma, la sollecitazione non si configura più solo nel caso di richiesta di deleghe di voto su specifiche proposte di voto, ma anche nel caso che la suddetta richiesta sia accompagnata da indicazione idonee a influenzare il voto. Inoltre, si metterà in luce come sia stato ridotto l’ambito di applicazione delle regole dettate per l’istituto della sollecitazione alle sole ipotesi in cui la richiesta di conferimento si rivolga a più di duecento azionisti, intendendosi svincolata dal rispetto delle suddette regole la richiesta di conferimento delle deleghe al di sotto di una siffatta soglia. Con riferimento alle modalità operative

della sollecitazione, si analizzerà la figura del promotore che assomma in sé i ruoli, vigente il TUF del 1998, affidati al committente ed all'intermediario. Tuttavia si illustrerà come, diversamente dall'intermediario, al promotore sia rimessa la scelta di condizionare la raccolta delle deleghe alla adesione alle proprie proposte di voto (c.d. *one way proxy*) ovvero di raccogliere anche le deleghe non adesive alle stesse (c.d. *two way proxy*), dandone informazione nel prospetto e nel modulo di delega. Inoltre, il promotore non deve necessariamente essere né un azionista della società (sono stati abrogati i requisiti soggettivi del soggetto che promuove la sollecitazione, che doveva essere titolare di azioni della società aventi diritto di voto pari ad almeno l'1 % del capitale sociale) né un intermediario istituzionale (è stato abrogato l'art 140 TUF che indicava quali soggetti abilitati alla sollecitazione: le imprese di investimento, le banche, SGR, SICAV o società di capitali costituite all'uopo), come in passato, deve diffondere il prospetto e il modulo di delega ai destinatari della sollecitazione, esercitando il voto in assemblea relativo alle azioni per le quali è stata rilasciata la delega, può farsi sostituire soltanto da colui che è indicato a tal fine nel modulo di delega e nel prospetto; può essere istruito da azionisti anche su materie non oggetto della sollecitazione. Da ultimo, sebbene la proposta di decreto di attuazione della Direttiva, posta in consultazione, avesse previsto l'abrogazione delle norme in tema di raccolta delle deleghe da parte delle associazioni di azionisti, si porrà attenzione al fatto che il d.lgs. 27/2010 non solo ha mantenuto quest'istituto e la relativa regolazione, ma l'ha anche modificato in senso più permissivo.

Peraltro, è il caso di puntualizzare come l'indagine intorno alle tematiche indicate venga sviluppata sia in costante confronto con la "vecchia normativa" dettata per le medesime, sia in continuo raffronto con le novità introdotte in sede di attuazione della Direttiva in alcuni dei Paesi della UE, nonché affiancata da una ricerca condotta su un campione di statuti di società quotate e finalizzata a valutare

se e come il contenuto degli stessi sia stato modificato a seguito del d.lgs. 27/2010, facendo poi, alcuni accenni, in conclusione del lavoro, ai primi riscontri dell'applicazione dell'istituto delle sollecitazioni delle deleghe di voto e alla necessità di regolare l'attività dei *proxy advisors*, cioè di quei soggetti ai quali si rivolgono generalmente gli investitori istituzionali per ottenere una o più consulenze su come esercitare il proprio diritto di voto, e che sono stati completamente ignorati tanto dalla Direttiva quanto dal decreto legislativo attuativo della medesima.

Da ultimo, tornando alla *ratio* sottostante la nuova disciplina in tema di rappresentanza assembleare, e cioè agevolare e rafforzare l'esercizio di voto da parte degli azionisti (in special modo investitori istituzionali), soprattutto *cross-border*, gli eventuali effetti positivi che potrebbero produrre le nuove norme sulla partecipazione al voto degli investitori (meglio se istituzionali) sembrano non tener conto del fatto che, sulla scorta della recente crisi finanziaria, più che la questione di una maggiore partecipazione degli azionisti si dovrebbe affrontare quella di una partecipazione maggiormente consapevole degli stessi. Sotto questo profilo, recentemente la dottrina ha messo in luce come sempre più spesso le decisioni di voto degli azionisti delle quotate, soprattutto degli investitori istituzionali, siano allocate in capo ai consulenti di voto. Questi ultimi offrono consulenze finalizzate all'esercizio consapevole del diritto di voto dei soci attraverso l'identificazione di problematiche relative alla *governance* delle società quotate, e sempre con più frequenza gli azionisti aderiscono in modo indefesso alle indicazioni di voto ricevute, in special modo se si tratta di azionisti istituzionali che non possono occupare il loro tempo per verificare la compatibilità dei suggerimenti di voto rispetto alle vicende sociali di ogni singola società da loro partecipata, ma non si è predisposta una disciplina specifica di questo fenomeno né in sede nazionale né in sede europea. Allo stesso modo, le nuove norme non risolvono il problema di *pricing* legato alla complessità della catena degli intermediari e non contemplano il dovere da parte degli intermediari di trasferire all'azionista i documenti pre-assembleari. Con riferimento al fenomeno della catena degli intermediari, va chiarito che generalmente i depositari delle azioni operano le registrazioni della maggior parte delle partecipazioni sociali in conti *omnibus*, soprattutto nel caso in cui l'investitore finale

risieda in un paese diverso da quello nel quale la società quotata abbia la propria sede legale, favorendo così il prodursi di una complessa catena di intermediari e depositari che schermano il rapporto tra società ed investitore finale. Questa modalità di registrazione della partecipazione sociale anche se non ha posto problemi per quanto concerne la distribuzione dei dividendi agli investitori finali, ha creato una serie di ostacoli per l'esercizio del diritto di voto. A tal riguardo sembra che la Commissione Europea –nel suo progetto di *Securities Law Directive*- stia valutando la predisposizione di provvedimenti strutturali per semplificare e rendere più trasparenti le catene di intermediari, ciò potrebbe comportare anche un miglioramento in merito alla diffusione delle informazioni pre-assembleari, e in ultima analisi favorire non solo la partecipazione degli azionisti ma la partecipazione «cosciente e meditata»³ dei medesimi.

³ DE GREGORIO, *Delle società e Delle associazioni commerciali*, in *Il codice di commercio commentato*, a cura di Bolaffio L. – Rocco A. – Vivante C., Torino, Unione tipografico-editrice torinese, 1938, 101.

PRIMO CAPITOLO

CORSI E RICORSI STORICI DELLE DELEGHE DI VOTO. CENNI

SOMMARIO: 1.1. Il tempo dei divieti: dal Codice di Commercio del 1882 al Codice Civile del 1942. - 1.2. Accessi dibattiti dottrinali e progetti di riforma. - 1.3 La legge n. 216 del 1974. - 1.3.1. Il nuovo testo dell'art. 2372 c.c. - 1.4. Il contesto politico-economico degli anni ottanta: il nuovo interesse degli studiosi per il tema della *corporate governance*. - 1.5. La riforma del 1998: il T.U.F. - 1.6. La legge sul risparmio: l. n. 262/2005

1.1 *Il tempo dei divieti: dal Codice di Commercio del 1882 al Codice Civile del 1942.* Nell'ordinamento italiano la necessità di regolare l'uso delle deleghe di voto⁴, vale a dire risolvere le problematiche sottostanti al conferimento della rappresentanza per l'esercizio del voto nelle assemblee⁵ societarie, è oggetto dell'attenzione del legislatore sin dal codice del 1865. All'interno di quest'ultimo contesto normativo, l'art. 147 contemplava il potere del socio di farsi rappresentare da mandatari nelle assemblee senza alcun limite di natura soggettiva e/o oggettiva⁶.

⁴ Per una dettagliata analisi storica del fenomeno del voto a mezzo delega v. M.C. BIANCA, *La rappresentanza dell'azionista nelle società a capitale diffuso*, Cedam, Padova, 2003, 1 ss.

⁵ Così definisce la "delega di voto" l'art. 136 T.U.F.

⁶ Per alcune considerazioni sul punto v. VIVANTE, *Sul risanamento della società anonima*, in *Riv. dir. Comm.*, 1917, I, 66. Nello stesso senso del testo, la letteratura giuridica, più recente, ha osservato come il legislatore del tempo non si fosse preoccupato di dettare norme relativamente alla possibilità che il potere di rappresentanza venisse conferito in favore di «soggetti diversi dagli altri soci», ovvero di limitare il «numero di deleghe attribuibile ad ogni singolo rappresentante», nonché di affrontare la questione «riguardante il possibile conferimento di deleghe in favore di soggetti, quali gli amministratori, che pure potrebbero fare un uso distorto del potere di rappresentanza», così : M.C. BIANCA, cit.

Si presenta così, anche con riferimento al caso specifico della rappresentanza assembleare, l'applicazione del principio generale secondo il quale il rappresentato può compiere attraverso il rappresentante tutti quegli atti che potrebbe compiere personalmente⁷.

L'atteggiamento del nostro legislatore, almeno in parte, non mutava nel codice di commercio del 1882: l'art. 160, precisando come la stessa fosse per i singoli soci indisponibile⁸, affermava in capo ai soci la facoltà di farsi rappresentare in assemblea. Tuttavia, si introducevano limiti soggettivi al potere di farsi rappresentare: i soci si potevano far rappresentare nelle assemblee da mandatari che fossero soci o non soci, ma non amministratori⁹. E' appena il caso di precisare che quest'ultimo diritto poteva essere limitato dall'atto costitutivo e dallo statuto¹⁰. Una parte della dottrina formatesi sul codice di commercio del 1882, considerava il meccanismo della rappresentanza assembleare utile ad agevolare la partecipazione dei soci alle assemblee, e conseguentemente volto anche rafforzare l'assemblea quale luogo

⁷ In tal senso, v. SACCHI, *Applicabilità per analogia dei divieti di rappresentanza*, in *Guir. Comm.*, I, 1977, 258. Per una ricostruzione dettagliata della posizione della dottrina intorno al contenuto dell'art. 147 del Codice di Commercio del 1865, v. MARGHERI, *Il codice di commercio italiano*, II, Padova-Torino, 1883, 341; ID., *Delle Società*, in *Codice di Commercio commentato*, (a cura di) Vivante e altri, Torino, 1929, 422.

⁸ Per alcune annotazioni, anche di taglio storico, sul contenuto dell'art. 160 v. Lavori preparatori al codice di commercio, Roma, v. I, 1883, 118 ss; CASTAGNOLA, *Nuovo codice di commercio italiano*, v. I, Torino, 1883, 513 ss; NAVARRINI, *Delle società e delle associazioni commerciali*, in *Commentario al Codice di Commercio*, v. II, Milano, Vallardi, 1900-1915, 543; PADOA SCHIOPPA, *Saggi di diritto commerciale*, Milano, Edizioni universitarie di lettere economia diritto, 1992, 169. L'Autore osserva come nella compilazione del Codice di Commercio del 1882 una particolare attenzione sia stata dedicata alla stesura delle norme relative al funzionamento dell'assemblea.

⁹ Così l'art. 160 del Codice del Commercio del 1882.

¹⁰ Nel vigore del Codice del 1882 la letteratura giuridica discuteva sulla possibilità che l'autonomia privata potesse vietare la rappresentanza assembleare. Per un commento critico al contenuto dell'art. 160 v. DE GREGORIO, cit., 427; VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, Milano, 1912, 310; ID., *Sul risanamento delle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, I, 1917, 59.

deputato a soddisfare le istanze di una partecipazione democratica alle vicende della società per azione¹¹.

Molteplici ragioni inducevano tuttavia altra parte della dottrina a disattendere questa linea interpretativa. In particolar modo, nella prassi si andavano affermando due fenomeni: quello del rilascio delle deleghe “in bianco”, cioè , sempre con più frequenza, si ricorreva alle deleghe al portatore, e quello dell’incetta di deleghe da parte degli amministratori «che, eludendo in vario modo il divieto posto dall’art. 160², [riuscivano] così a preconstituirsì delle compiacenti maggioranza assembleari, che [deprimevano] il dibattito assembleare»¹². Nella stessa prospettiva, ultimo, ma non meno significativo, era il pericolo di un rastrellamento, nonché di un uso abusivo, delle procure di voto da parte delle banche.

Tanto premesso, circa l’interpretazione del contenuto dell’art. 160, va ascritto all’autorevole giurista Cesare Vivante¹³ il merito di aver individuato tre temi sui quali verte, ancora oggi l’interesse della dottrina in tema di rappresentanza assembleare, vale a dire: la necessità di disciplinare, non tanto la delega di voto, quanto il fenomeno della sollecitazione della stessa da parte degli azionisti¹⁴; tenere in debito conto il fatto che il nudo rilascio di una delega non garantisce che il delegato voti in conformità delle indicazioni di voto del delegante ivi espresse; valutare positivamente l’introduzione del voto per corrispondenza, considerando che quest’ultimo si può

¹¹ Per una dettagliata ricostruzione dell’interpretazione della *ratio* sottostante l’art. 160 v. , *ex pluribus*, M.C. BIANCA, cit., 40; PELLEGRINO, *La nuova disciplina della rappresentanza dell’azionista nelle società quotate: profili organizzativi*, Milano, Giuffrè, 2002, 3 ss.

¹² Il virgolettato nel testo sintetizza i profili critici dell’uso della rappresentanza assembleare rilevati dalla dottrina, M.C. BIANCA, cit., 42 ss.

¹³ In assoluto anticipo rispetto alle *proxy rules* statunitensi, nonostante da ampia parte della dottrina vengano considerate l’archetipo di ogni diversa disciplina del voto per delega. Nello stesso senso v. M. C. BIANCA, cit., 43.

¹⁴ Ciò avrebbe dovuto concretizzare la possibilità che su specifiche deliberazione si formi la maggioranza assembleare necessaria all’adozione delle stesse.

considerare, sostanzialmente, equivalente al rilascio di una delega di voto a favore del terzo¹⁵.

Tuttavia, il legislatore del codice unitario del diritto privato non ha tenuto conto, almeno in parte, delle opinioni avanzate da Cesare Vivante, quando ha circoscritto il contenuto dell'art. 2372 c.c., rubricato “*Rappresentanza nell'assemblea*”. Il legislatore del '42, pur ribadendo il principio generale della rappresentanza assembleare, riconosceva all'autonomia privata la facoltà di derogare alla stessa. Inoltre, a pena di nullità, era richiesta per la delega di voto la forma scritta¹⁶, e il rilascio della medesima era assoggettato al divieto per gli amministratori e dipendenti di essere designati come rappresentanti dagli azionisti.

Tanto premesso la dottrina ha offerto più di una chiave di lettura dell'art. 2372 c.c. In particolare, ai due antipodi si collocavano, da un lato, i fautori della tesi secondo la quale la forma scritta della delega, in *absentia* di una disciplina positiva sul contenuto dell'atto, poteva avere solo una mera rilevanza probatoria, e di conseguenza ritenevano si potesse considerare valida anche la c.d. delega in bianco; dall'altro, i propugnatori della posizione che, muovendo dalla considerazione della forma scritta quale requisito di validità della delega, ritenevano che qualora fosse venuta a mancare la forma scritta, ovvero nel caso in cui la delega venisse rilasciata incompleta nei suoi elementi essenziali, la stessa non potesse rilevare come strumento di legittimazione, di conseguenza, secondo quest'impostazione, non si dovevano considerare valide le deleghe in bianco¹⁷.

¹⁵ Per una ricostruzione delle tesi delle quali si è dato conto nel testo: C. VIVANTE, *Sul risanamento delle società anonime*, Riv. dir. comm., I, 1917, 66. Per una sintetica illustrazione del sistema economico-giuridico dei primi del '900 v. GATTI, *La rappresentanza del socio in assemblea*, Milano, A. Giuffrè Editore, 1975, 13.

¹⁶ In tal senso, veniva previsto a carico della società l'obbligo di conservare i documenti attestanti, appunto, il rispetto della forma scritta.

¹⁷ Per un approfondimento della diatriba appena tratteggiata nel testo v. FERRI, *Le società*, in Tratt. di dir. civ., diretto da Vassalli, Torino, UTET, 1971, 448 ss; ASCARELLI, *Rappresentanza assembleare dell'azionista*, in *Problemi giuridici*, Milano, 1959, v. II, 555 ss; SACCHI, *Assemblea. L'intervento e il voto nell'assemblea di s.p.a. Profili procedurali*, in *Trattato delle Società per Azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Vol. 3*, Torino, UTET, 1994, 388; SENA, *Il voto nell'assemblea*, Milano,

Passando ora ad esaminare il divieto per gli amministratori di rappresentare gli azionisti in assemblea, una cospicua parte della letteratura giuridica qualificava il medesimo come la modalità prescelta dal legislatore per ovviare al conflitto sussistente tra l'interesse di coloro che ricoprono l'ufficio di amministratore ad ottenere dall'assemblea l'approvazione delle loro proposte, e l'interesse sociale, che per essere realizzato richiede l'adozione di una delibera in piena indipendenza. Un'altra parte della dottrina riteneva che una siffatta interpretazione finisse con il produrre una distonia in termini di *vulnus* all'interesse sociale: questo veniva considerato leso nell'ipotesi dell'amministratore in conflitto d'interesse che esprimesse il voto in quanto delegato, ma non nel caso di amministratore, anche socio, in conflitto che esercitava il proprio diritto di voto¹⁸. Muovendo da questa impostazione si riteneva che il divieto di delega in capo agli amministratori fosse volto ad impedire che gli stessi, intercettando le deleghe di voto, possano assurgere al ruolo di demiurghi dell'assemblea, e, in ultima istanza, possano giungere a negarle il ruolo di luogo deputato al confronto e alla discussione, prima, e all'espressione del voto poi, sulle diverse proposte relative alla vita sociale¹⁹. Puntellava questa opinione il fatto che il divieto a rappresentare il socio in assemblea fosse esplicitamente esteso anche ai dipendenti (nella scala gerarchica dei rapporti all'interno di una società sono sempre subordinati agli amministratori), e racchiudesse implicitamente pure i sindaci²⁰.

Un ultimo aspetto della normativa, contemplata dall'art. 2372 v.t., merita di essere messo a fuoco, e cioè la facoltà riconosciuta all'autonomia privata di derogare il diritto dell'azionista di farsi rappresentare. Sulla questione, l'orientamento

Giuffrè, 1961, 310. Inoltre, sul punto v. AULETTA, *L'ordinamento nelle Spa*, in *Riv. Soc.*, 1961, 16, dove l'autore considerava il divieto del rilascio della delega in bianco funzionale ad attenuare un aspetto precipuo dell'istituto delle procure di voto, ossia quello di poter essere ampiamente «adoperato per rafforzare il potere dei gruppi di comando.»

¹⁸ Con la sola esclusione dell'ipotesi prevista dall'art. 2373 v.t.

¹⁹ Sul punto v. FERRI, cit., 446.

²⁰ In tal senso presentano un particolare interesse le riflessioni di ASCARELLI, cit., 559 ss; GATTI, cit., 120 ss; FERRI, cit., 447 ss; SENA, cit., 307.

prevalente della letteratura giuridica era favorevole tanto alla possibilità che venissero posti limiti all'esercizio del suddetto diritto, quanto alla possibilità che lo stesso potesse essere addirittura soppresso²¹.

Dalle osservazioni sin qui illustrate, si evince come il legislatore del '42 non aveva scelto di non predisporre una disciplina espressa delle deleghe di voto orientata a prevenire e/o evitare i fenomeni che caratterizzavano la prassi dell'uso delle procure²², ma si era limitato a demandare all'autonomia statutaria il potere di inserire nell'atto costitutivo una o più clausole il cui contenuto fosse, appunto, funzionale ad attenuare il pericolo di gravi distorsioni nell'uso delle deleghe di voto.

Ciò spiega perché, nonostante il nuovo contesto normativo, ben presto in dottrina si riaccese una forte diatriba intorno a questioni sulle quali aveva già dissertato la letteratura giuridica formatasi sul codice di commercio²³ come, ad esempio, la problematicità del rastrellamento delle deleghe di voto da parte di una determinata oligarchia di soggetti ovvero il problema del voto divergente, vale a dire il rilascio di deleghe di voto a più rappresentanti e/o la nomina di un delegato per una quota parte delle azioni interamente detenute dal delegante che, per la parte restante, intenda partecipare ai lavori assembleari ed esercitare personalmente il proprio diritto di voto²⁴.

Con riferimento alla questione dell'incetta delle deleghe di voto, centrale era il ruolo svolto dalle banche. La letteratura giuridica ha illustrato come nonostante la legge bancaria del 1936 avesse sancito la separazione tra imprese e sistema bancario, tuttavia le banche riuscirono ad assumere un ruolo da protagoniste nelle decisioni

²¹ Nella stessa prospettiva dell'interpretazione illustrata nel testo: SENA, cit., 308.

²² Per un approfondimento delle considerazioni svolte nel testo v. GATTI, cit., 19; GRAZIANI, *Possono le banche rappresentare gli azionisti nelle assemblee delle società?*, in *BBTC*, 1956, I, 530.

²³ Credo che i profili critici intorno al contenuto dell'art. 2372 c.c. e le soluzioni proposte, nonché i principi normativi che presiedono alle stesse siano ampiamente noti, il che mi esime dal ripercorrere analiticamente tutte le problematiche sottostanti il suddetto articolo, e quindi di dare conto nel testo solo di quelle di maggior rilievo.

²⁴ Per un'attenta ricostruzione della questione del voto divergente v., *ex pluribus*, SENA, cit., 306 ss.

imprenditoriali delle imprese medio-grandi²⁵. In questa prospettiva, va detto che la serie di limiti posti alla rappresentanza assembleare ex art. 2372 si rivelò del tutto inefficiente al fine di impedire, ad esempio, il rastrellamento nell'ombra delle procure di voto da parte delle banche depositarie dei titoli in amministrazione e del loro successivo impiego a favore «dell'uno o dell'altro dei gruppi imprenditoriali di volta in volta contendenti»²⁶. In tal senso, autorevole dottrina aveva osservato come fosse pratica comune quella delle banche di inserire nei contratti di “deposito titoli in amministrazione” clausole che le autorizzassero a rappresentare i propri clienti (cioè i soci) nelle assemblee delle società. Inoltre, spesso le banche, prima di un assemblea, procedevano alla sollecitazione delle deleghe di voto del loro portafoglio di clienti non depositanti ma possessori di partecipazioni sociali.²⁷ Questa prassi spesso finiva con il generare forme di collusione fra la banca ed i membri del consiglio di amministrazione. Sotto questo profilo, la letteratura giuridica ha evidenziato come, data la competenza del C.d.A. nell'individuare le modalità per incrementare la provvista del capitale di credito, lo stesso, ricorrendo al credito bancario, preferisse utilizzare istituti bancari “amici”, cioè quelle banche che avrebbero esercitato (in rappresentanza dei loro clienti) il diritto di voto a favore delle proposte avanzate dagli amministratori ovvero quelle banche che con il proprio voto, generalmente, sostenevano le posizioni del gruppo di controllo²⁸. In definitiva, la possibilità di attribuire le deleghe di voto alle banche si rivelava uno strumento efficace a rafforzare la posizione della maggioranza a discapito della minoranza esclusa dal controllo. Si prospettava allora il problema di individuare uno o più strumenti di tutela per la minoranza degli azionisti.

²⁵ Sul punto, tra gli altri, v. NIGRO, *Sulla “storia segreta” della legge bancaria*, in *Riv. soc.*, 1982, 1193.

²⁶ Così VELLA, *Limiti alla rappresentanza azionaria e rapporto banca-impresa*, in *Banca, impresa e soc.*, I, 1994, 311.

²⁷ Diffusamente sulla prassi denunciata nel testo v. GRAZIANI, cit., 558. Sul punto anche ASCARELLI, cit., 549.

²⁸ Oltre GRAZIANI ed ASCARELLI, testé citati, v. BUTTARO, *In tema di rappresentanza degli azionisti*, in *BBTC*, 1967, I, 480.

Inoltre, il testo dell'art. 2372 lasciava ancora aperto il dibattito circa l'inserimento dei sindaci nella categoria dei soggetti che possono essere delegati a rappresentare i soci. La maggior parte degli studiosi si mostravano contrari al suddetto ampliamento. A supporto di questa soluzione interpretativa veniva invocato il regime previsto dall'art. 2373 c.c. che, escludendo per il socio in conflitto di interessi l'esercizio del diritto di voto, si riteneva sancisse, anche per i membri del collegio sindacale, in quanto possibili detentori di interessi contrastanti con quelli propri della società, non tanto l'impossibilità di essere delegati quanto quella di poter, poi, esercitare il diritto di voto²⁹.

Da ultimo la dottrina si interrogava sulla possibilità che l'azionista potesse attribuire agli amministratori ovvero ad un dipendente della società la scelta del proprio rappresentante. Questo problema, immutati gli effetti, poteva presentarsi anche in una veste diversa: si poteva rimettere alla società la scelta del rappresentante degli azionisti?³⁰

Sulla premessa di un'interpretazione analogica dell'art. 2372 c.c., la risposta della dottrina era negativa, si voleva così evitare ogni possibile aggiramento dei vincoli soggettivi imposti dal legislatore. Tuttavia, questa impostazione non venne condivisa dalla giurisprudenza che, escludendo l'applicazione analogica dell'art. 2372 c.c., non considerava il divieto in capo ai rappresentanti applicabile ad ipotesi estranee a quelle letteralmente previste³¹.

1.2. Accesi dibattiti dottrinali e progetti di riforma. Quel che è più significativo è che in quel contesto legislativo, si affermò nella letteratura giuridica la necessità che venisse introdotta dal legislatore una nuova e più minuziosa

²⁹ Per un'analisi accurata della questione v. FOSCHINI, *Conferimento ai sindaci della rappresentanza degli azionisti in assemblea*, in *Riv. dir. Comm.*, 1960, II, 302.

³⁰ A seguito del d.lgs. 27/2010 (in attuazione della Direttiva DSHR), oggi, salvo che l'autonomia statutaria non disponga diversamente, le società sono tenute a designare un rappresentante al quale gli azionisti, in occasione dell'assemblea, potranno, volendo, attribuire le deleghe di voto. Nel capitolo dedicato al "voto per delega" si procederà ad un'analisi dettagliata di questo nuovo istituto.

³¹ In verità sul punto si registra, vigente il vecchio testo dell'art. 2372 c.c., un solo precedente edito: Trib. Roma 16.03.1956, in *BBTC*, 1956, II, 243.

regolazione dell'uso delle deleghe di voto³². La scansione dei criteri che dovrebbero orientare in tal senso il legislatore consente di individuare in modo netto le opinioni di alcuni autorevoli giuristi.

In primo luogo, Ascarelli con stretto riferimento al profilo della responsabilità del rappresentante suggeriva di porre limiti circostanziati ai poteri attribuiti al delegato, cioè di dettare norme che individuassero positivamente il contenuto della delega di voto; il cui superamento o la cui violazione avrebbe determinato forme di responsabilità dei delegati. Alla stregua di queste premesse si ritenevano illegittime tanto le deleghe generiche che quelle conferite per più di un'assemblea.³³

Ascarelli, muovendo dalla considerazione che le deleghe di voto potevano rafforzare l'esercizio del diritto di voto da parte dei piccoli azionisti, suggerii che venisse dettata una specifica disciplina per il procedimento della sollecitazione delle deleghe di voto, non solo prevedendo una maggiore informazione³⁴ dell'azionista sull'argomento posto all'o.d.g. ma anche consentendogli di riscontrare come il voto venisse espresso.

Con riferimento alle riflessioni di Ascarelli, se trovava tutti concordi il suggerimento relativo ad una disciplina positiva in tema di contenuto della delega di

³² Per tutti v. OPPO, *Prospettive di riforma e tutela della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1961, 361.

³³ Da queste considerazioni scaturiva il fatto che la delega di voto dovesse essere conferita per ogni singola assemblea, con indicato espressamente il nome del delegato e del suo eventuale sostituto. Inoltre, il socio prima di procedere al conferimento della delega doveva essere messo nelle condizioni di conoscere sia l'o.d.g. che la posizione del delegato sullo stesso. Quest'ultima considerazione si collocava sistematicamente sul piano della necessità del socio di agire come soggetto informato sulle vicende societarie. Per una dettagliata analisi v. ASCARELLI, *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 29. Inoltre, vastissima è la letteratura giuridica sui contenuti e le modalità dell'informazioni societarie che devono essere date ai soci, *ex pluribus*, v. FOSCHINI, *Il diritto dell'azionista all'informazione*, Milano, Giuffrè, 1959, 152 ss; COSTI, *Note sul diritto di informazione e di ispezione del socio*, in *Riv. soc.*, 1963, 109; MARCHETTI, *Assenteismo assembleare e problema dell'informazione*, in *Riv. soc.*, 1978, I, 1311.

³⁴ Da qui, con stretto riferimento alla rappresentanza assembleare, nasceva l'esigenza di dettare una regolazione degli strumenti con i quali i promotori della sollecitazione delle deleghe di voto potessero chiarire i loro orientamenti e quindi favorire, nel conferimento della procura di voto, una scelta consapevole.

voto, di diverso avviso era la posizione di Ferri³⁵ per quanto atteneva alle finalità dell'attività di sollecitazione delle deleghe di voto. L'Autore propugnava la tesi che corollario della dissociazione proprietà e controllo, caratterizzante le società a capitale diffuso, fosse il generale e perpetuo assenteismo dei piccoli (e medi) azionisti. Questo stato di cose rappresentava una patologia inguaribile delle società di medie-grandi dimensioni, «e di conseguenza [doveva] essere cristallizzata dall'ordinamento e quindi riconosciuta legislativamente come caratteristica strutturale»³⁶ delle suddette società.

In ogni caso si registrava la prevalenza – nell'esperienza giuridica della fine degli anni cinquanta – dell'opinione secondo la quale uno dei problemi cruciali del diritto societario era quello di apprestare per i soci di minoranza (c.d. soci risparmiatori che solitamente rappresentano la maggioranza dei soci) un'equilibrata tutela nei confronti del gruppo dei c.d. soci imprenditori, vale a dire coloro che esercitavano il controllo sulla società. Peraltro, è il caso di puntualizzare che una parte della dottrina riteneva inutile perder tempo nella predisposizione di forme di tutela incentrate su un rafforzamento dei poteri di partecipazione alla vita sociale del c.d. socio risparmiatore, quando questa tipologia di azionista, del tutto indifferente alla gestione della società, era interessato solamente al rendimento economico della propria partecipazione azionaria.

Dinanzi ad un siffatto scenario, prese corpo l'idea, da una parte, di sottoporre ad un controllo pubblicistico esterno le società di grandi dimensioni, dall'altra, l'idea di introdurre una “speciale” categoria di azioni che a fronte della soppressione del diritto di voto attribuissero particolari diritti patrimoniali, le c.d. azioni di risparmio.

³⁵ Per un approfondimento delle considerazioni che verranno illustrate nel testo v. G. FERRI, *Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 35 ss; Id., *La tutela dell'azionista in una prospettiva di riforma*, in *Riv. soc.*, 1961, 186.

³⁶ PELLEGRINO, cit., 13.

Nel primo caso si riteneva che un'autorità pubblica³⁷ fosse in grado di garantire una tutela più efficace ai soci risparmiatori di quanto potessero fare strumenti giuridici propri del corpo organizzativo interno alla società³⁸.

Nel secondo caso, l'introduzione delle azioni di risparmio consentiva una chiara mappatura della morfologia dell'azionariato delle società di grandi dimensione.

Da ultimo, si suggeriva di ripensare l'abitudine invalsa nella prassi di conferire un numero indefinito di deleghe ad un singolo rappresentante, vale a dire disporre che ogni delegato non potesse rappresentare in assemblea più di dieci azionisti, costruendo così un'ulteriore trincea ad arginare una maggiore partecipazione dei soci alla vita assembleare³⁹.

³⁷ L'Autore immaginava la creazione di un organo, vicino nelle funzioni alla SEC statunitense, alla quale attribuire poteri di sorveglianza sui comportamenti delle società quotate.

³⁸ L'intuizione di fondo è quella che si predispongano forme di controllo pubblico, soprattutto, a regolare i comportamenti delle società quotate e l'operato dei mercati finanziari.

³⁹ In dottrina, si registravano molteplici e policrome perplessità sulla capacità dei rimedi illustrati, da ultimo, nel testo di operare un'efficace tutela dei soci risparmiatori. Sul punto vedi ASCARELLI, *Disciplina delle società per azioni e legge antimonopolistica*, in *Problemi Giuridici*, v. II, Milano Giuffrè, 901 ss, ID., *Considerazioni in tema di società e personalità giuridica*, in *Saggi di Diritto Commerciale*, Milano, 1955, 216 ss.; ID. *Interesse sociale e interesse comune nel voto*, in *Riv. tr. dir. pr. civ.*, 1951, 152. I rilievi principali mossi alla posizione di Ferri riguardavano: il rischio che la sottoposizione delle società ad un controllo pubblicistico potesse produrre l'istituzionalizzazione della stessa; l'incertezza sulla capacità di un organo pubblico di farsi depositario di un interesse naturalmente privato com'è quello proprio dei soci; ma soprattutto con riferimento alla categoria delle azioni senza voto, si rilevò come alla soppressione dei diritti amministrativi del socio non corrispondesse una maggiore tutela nei diritti patrimoniali, anzi il socio correva un rischio che involge due aspetti della vita societaria, e cioè il pericolo (anche solo virtuale) dell'insolvenza della società e quello di una fluttuazione – causa *mala gestio*– verso il basso del valore della partecipazione sociale. In ultimo, per quanto attiene all'introduzione di limiti oggettivi al numero delle deleghe di voto, Ascarelli riteneva che, in via medita, ciò avrebbe comportato il potenziamento del gruppo dei soci di maggioranza, in quanto si impediva al delegato di poter disporre di un numero di procure di voto tale da consentirgli di opporsi alle decisioni del gruppo di controllo ovvero di rendere contendibile il controllo stesso. Ascarelli rivolgeva la sua attenzione alla individuazione di rimedi che fossero funzionali ad evitare il sorgere di forme di potere del gruppo di controllo precostituite, vale a dire di strumenti volti a facilitare la partecipazione di tutti gli azionisti (soprattutto medi e piccoli) alle vicende della vita societaria, nella convinzione che solo ciò avrebbe prodotto un'effettiva ed efficiente autotutela del singolo socio³⁹, nonché la concreta affermazione della democrazia societaria. Per un'analisi dettagliata dei contenuti dei rimedi proposti v. AULETTA, *L'ordinamento della società per azioni*, in *Riv. soc.* 1961, 361 ss; OPPO, cit., 294 ss; BUTTARO, cit., 500 ss.

Al di là delle singole posizioni espresse in dottrina, il punto rilevante e comune a tutte è il convincimento della necessità di un intervento del legislatore orientato a disegnare uno scenario normativo congruo ai bisogni delle imprese di grandi dimensioni, e cioè delle società quotate o con azioni ampiamente diffuse tra il pubblico dei risparmiatori⁴⁰.

Logicamente contiguo a questo dibattito è il progetto di riforma delle società per azioni elaborato nel 1966 dalla commissione presieduta da Alfredo De Gregorio (di seguito progetto De Gregorio)⁴¹.

Il progetto De Gregorio rimase solo sulla carta. Stessa sorte toccò, nel 1967, al progetto De Gennaro-Visentini⁴².

⁴⁰ Questa esigenza si ricollega al dibattito sorto intorno alla riforma, nell'ottica di una privatizzazione, del sistema delle partecipazioni pubbliche. Per tutti v. LIBONATI, *Politica e società*, in *Riv. soc.* 1961, 1096.

⁴¹ Dalla lettura della relazione di accompagnamento del progetto di riforma, si evince che le novità in punto di disciplina della rappresentanza assembleare erano meramente volte ad impedire il fenomeno del rastrellamento delle deleghe di voto da parte delle banche alle quali, tuttavia, non veniva interdetta la facoltà di essere delegate dai loro clienti-azionisti all'esercizio del diritto di voto in assemblea. In tal senso, veniva accolta la tesi di quella parte della dottrina che suggeriva di limitare il numero di soci che un singolo delegato può rappresentare, e cioè un soggetto non poteva assumere le funzioni rappresentative per più di dieci azionisti. Il progetto rimaneva silente sulla predisposizione di una disciplina positiva dell'attività di sollecitazione delle deleghe di voto. E' appena il caso di segnalare che, negli stessi anni, un atteggiamento completamente diverso caratterizza le esperienze normative di paesi vicini all'Italia. In particolare, si possono richiamare le riforme del diritto societario di Francia (*loi* 24.06.1966), Inghilterra (*Companies Act*, 1967) e Germania (*Aktiengesetz*, 1965). Ad esempio, la riforma del *Companies Act* del 1942, in tema di *proxy voting* (dettagliatamente disciplinato già nel 1942, poneva agli amministratori, promotori di una sollecitazione delle deleghe di voto, l'obbligo di inviare ai soci un modulo che gli consentisse di compiere una scelta informata sulle indicazioni di voto da dare in merito alla deliberazione). Per brevi cenni sulle suddette riforme v. HEMARD, *La réforme des sociétés par actionen France et loi du 24 juillet*, 1966, in *Riv. soc.*, 1967, 132; VON CAEMMEER, *La riforma tedesca della società per azioni del 1965*, in *Riv. soc.*, 1967, 178; MAGNUS-ESTRIN, *The companies act del 1967, London*, 1967, 102. Il testo integrale del progetto è pubblicato su *Riv. soc.*, 1966, I, 350. Peraltro, è il caso di puntualizzare che già nel 1961 era stato elaborato un primo progetto di riforma del diritto societario dalla Commissione di studi ministeriali presieduta da Francesco Santoro Passarelli. Nello stesso aveva ampio spazio la problematica della rappresentanza commerciale, tuttavia i componenti non riuscirono ad esprimere una posizione unitaria. Per un approfondimento sul contenuto del progetto v. *Riv. soc.*, 1964, I, 431.

⁴² Per una completa ricostruzione dei rapporti tra i progetti di riforma di cui si è dato conto nel testo v. SANTORO, *Dai progetti di riforma all'attuale miniriforma della s.p.a.*, in *Giur. Comm.*, 1976, I, 18.

Nel 1973, la stesura un nuovo progetto di riforma del diritto societario venne affidata ad una Commissione ministeriale presieduta da Gaetano Marchetti⁴³.

Per quanto qui più interessa, il suddetto progetto prevedeva l'assoluto divieto del rilascio alle imprese bancarie delle deleghe di voto. Questa scelta veniva giustificata sulla base dell'auspicio che le azioni di risparmio potessero raggiungere una tale diffusione da rendere indiscutibile la divisione dell'azionariato in soci risparmiatori, interessati solo al valore economico del loro investimento, e soci imprenditori, interessati alla gestione della società, i quali prendendo attivamente parte alle assemblee avrebbero definitivamente posto fine al fenomeno dell'assenteismo assembleare proprio delle società quotate. Il tessuto normativo proposto, poi, contava di risolvere, con l'introduzione - per le sole quotate - dell'assemblea in terza convocazione, il rischio imminente nelle stesse del mancato raggiungimento dei quorum assembleari per l'eventuale disinteresse dei soci titolari delle azioni ordinarie⁴⁴.

In relazione a tale progetto, le eventuali e diverse "patologie" riscontrabili dalla dottrina lasciarono il passo alle esigenze governative che dettarono un'improvvisa accelerazione all'iter di approvazione della legge, tanto che la riforma del diritto societario fu realizzata usando un decreto-legge, specificamente il d.lg. 08-04-1974 n. 95, convertito poi dalla l. 07/06/1974 n. 216⁴⁵.

⁴³ E' appena il caso di segnalare che nel 1972 rimase su carta la proposta di riforma della disciplina della s.p.a. predisposta dall'onorevole Lombardo. Per alcuni dettagli sul contenuto della stessa v. SANTORO, cit., 18.

⁴⁴ Rischio già palesato da FERRI, cit., 449.

⁴⁵ Per alcune annotazioni sulla vicenda governativa cui si è accennato nel testo, v. SANTORO, cit., 23. Per una puntuale ricostruzione dei lavori parlamentari v. G. MINERVINI, *L'istituzione del "controllo pubblico" sulle società per azioni*, in *Giur. Comm.*, 1974, I, 539 ss. *Per testo integrale del decreto legge e della legge di conversione* v. *Giur. Comm.*, 1974, I, 539. Per le considerazioni intorno alla riforma, *ex pluribus*, v. GALGANO, *Giudizio sulla riforma stralcio della società per azioni*, in *Giur. Comm.*, 1974, I, 425; COTTINO, *La Commissione per la società e la borsa: luci ed ombre della mini-riforma*, in *Giur. Comm.*, 1974, I, 439; WEIGMANN, *Concorrenza e mercato azionario*, Milano, Giuffrè, 19; DE NOZZA, *Interessi, fantasia e accumulazione capitalistica*, in *Giur. Comm.*, 1977, I, 534; BUONOCORE, *Assemblea totalitaria e rappresentanza dei soci*, *Riv. not.*, 1976, 266; G. FERRI, *La filosofia della miniriforma della società per azioni*, in *Riv. dir. Comm.*, 1975, I, 209.

1.3. *La legge n. 216 del 1974.* Essendo il presente scritto concentrato sul tema delle deleghe di voto, e in via mediata su quello della rappresentanza assembleare⁴⁶, nella l. n. 216/1974 si analizzerà prevalentemente questo aspetto, facendo tuttavia alcuni brevi cenni alla *ratio* sottostante l'intero nuovo impianto normativo⁴⁷.

In senso assoluto, l'assetto definito dalla l. n. 216 del 1974 si qualificava per il riconoscimento, da parte del legislatore, dell'endemica indifferenza dei medio-piccoli azionisti rispetto alle decisioni sociali; il c.d. azionista investitore, replicante per la maggior parte l'atteggiamento tipico dell'obbligazionista, interessato solo all'aumento di valore di breve periodo della propria partecipazione, mostrava assoluto distacco verso ogni forma di cooperazione alla vita sociale. Sulla premessa che i piccoli azionisti, singolarmente considerati, non sono in grado di esprimere voti determinanti e/o quantitativamente rilevanti, in dottrina si è dimostrato⁴⁸ come i medesimi seguano atteggiamenti da *free rider*, e cioè si astengono dall'assumere i costi relativi all'esercizio del diritto di voto sperando di poter beneficiare delle attività di controllo esercitate da altri azionisti.

Muovendo dalla constatazione di quella che è stata definita l'apatia razionale dei piccoli azionisti, il legislatore del '74 introdusse la categoria delle c.d. azioni di risparmio, attraverso la quale, a fronte di un trattamento privilegiato per gli azionisti nella ripartizione degli utili, diventa legittimo sterilizzare i diritti partecipativi degli stessi. Inoltre, sulla scorta della tesi riassunta in precedenza, il legislatore plasmò un nuovo organo, la CONSOB, alla quale venne affidato un penetrante controllo

⁴⁶ Per esigenze di chiarezza espositiva, è opportuno chiarire che in questa sede non si ripercorrerà minuziosamente la storia dei rapporti tra la rappresentanza assembleare e quella volontaria, agli stessi si faranno solo brevi cenni quando ritenuti utili all'analisi che qui si va conducendo. Per una sintesi delle posizioni che si registrano in dottrina su questa questione v. C.M. BIANCA, (nt.), 96.

⁴⁷ La bibliografia di commento ai contenuti della riforma è assai vasta, ma, *ex pluribus*, v. JAEGER, *La nuova disciplina della rappresentanza azionaria*, in *Giur. Comm.*, 1970, I, 554; ID., *L'assemblea. Convenzioni di voto. Rappresentanza azionaria.*, in AA. VV., *I grandi problemi delle società per azioni nelle legislazioni vigenti*, a cura di M. Rotondi, vol. V, Padova, 1976, 653; WEIGMANN, cit., 43; SACCHI, cit., 203.

⁴⁸ LATCHAM F. C., *La partecipazione degli azionisti americani alla vita della società*, in *Riv. soc.*, 1958.

esterno di legittimità sui comportamenti delle società quotate e del mercato finanziario.

Da ultimo, la l. 216/1974 introdusse importanti novità anche in tema di rappresentanza assembleare.

1.3.1. Il testo novellato dell'art. 2372 c.c. Venendo a ricostruire il sistema della rappresentanza assembleare delineato dalla nuova disciplina, dal confronto tra il vecchio ed il nuovo testo dell'art. 2372 emergeva come fossero rimasti invariati gli elementi caratterizzanti la regolazione precedente, vale a dire il requisito della forma scritta della procura e la derogabilità della facoltà di farsi rappresentare in assemblea rimessa all'autonomia statutaria⁴⁹, tuttavia, il legislatore della riforma condizionava l'esercizio del potere di farsi rappresentare al rispetto di determinati vincoli.

In primo luogo, veniva precisato che la delega di voto poteva essere rilasciata solo per singole assemblee con efficacia anche per la seconda (ed eventualmente) per la terza convocazione⁵⁰. La *ratio* sottostante questa limitazione era quella di consentire al delegante di aver chiara quale fosse l'assemblea per la quale conferiva la procura di voto, di conseguenza, pur in mancanza di un espresso riferimento testuale, parte della dottrina riteneva che il socio potesse conferire la delega solo

⁴⁹ In ottica comparatistica, sul punto, in dottrina si è osservato come «negli stessi anni molte legislazioni straniere, tra cui quelle di Germania, Svizzera, Svezia e Argentina, configurano il conferimento della rappresentanza assembleare alla stregua di un vero e proprio diritto soggettivo dell'azionista insopprimibile per effetto di una diversa pattuizione statutaria», C.M. BIANCA, cit., 93. Venendo alle considerazioni (critiche) della dottrina intorno al 1° comma dell'art. 2372, si è segnalato come, qualora venisse introdotto statutariamente il divieto all'esercizio della rappresentanza assembleare, lo stesso potrebbe venir facilmente eluso attraverso la cessione «in tempo utile [del]le azioni alle persone che si desidera far intervenire in adunanza», JAEGGER, cit., 560.

⁵⁰ Con riferimento all'introduzione per le sole società quotate dell'assemblea di terza convocazione, la dottrina sottolinea come immanente a quest'ultima sia l'uso distortivo che potrebbero farne i soci di controllo, vale a dire potrebbero usare l'assemblea di terza convocazione come strumento per liberarsi definitivamente del possibile pericolo di un'unione delle posizioni dei piccoli azionisti. Sulla questione, da ultimo, v. ENRIQUES, *Sub. art. 2369. – Seconda convocazione e convocazioni successive, La nuova disciplina dei diritti degli azionisti, Commentario*, a cura di Guerrieri, in *Nuove leggi civili commentate*, f.n. 4, 550 ss.

dopo la convocazione dell'assemblea e, quindi, solo dopo aver preso visione dell'ordine del giorno⁵¹.

Si contemplava inoltre il divieto al rilascio della delega in bianco, e cioè della procura di voto in cui non fosse espressamente indicato il nome del rappresentante. Al fine di evitare l'elusione del suddetto divieto, si prevedeva che fossero indicate pure le generalità dell'eventuale rappresentante supplente del primo delegato. Il legislatore del 1974 in questo modo intendeva risolvere la *vexata questio* dottrinale della legittimità o meno della delega in bianco. Tuttavia, stante la diffusa abitudine di presentare in sede assembleare la procura di voto già compilata, concretamente la nuova normativa, pur avendo il merito di fissare il contenuto minimo della delega (nome del primo rappresentante e del rappresentante supplente), non forniva i mezzi idonei a provare l'eventuale elusione del divieto⁵².

Quanto alla disciplina dei divieti soggettivi⁵³, gli stessi erano stati ampliati: ribadito il divieto a rappresentare i soci in assemblea per amministratori e dipendenti, il medesimo divieto veniva ampliato fino a ricomprendere i sindaci, le società controllate e gli amministratori-dipendenti-sindaci delle società controllate⁵⁴.

⁵¹ Nel senso del testo v. SACCHI, cit., 391 ss. In senso critico v. GRIPPO, *L'assemblea nella società per azioni*, in Trattato di diritto privato, diretto da P. Rescigno, vol XVI, Torino, UTET, 1985, 395.

⁵² Per le osservazioni nel testo v. SBISÀ, *Sub art. 2372 c.c., Il nuovo diritto societario: art. 2325-2409*, Commentario a cura di Cottino ed altri, Bologna, Zanichelli, 2004, 662.

⁵³ Per la *ratio* sottostante i limiti soggettivi valgono le considerazioni già espresse nel paragrafo precedente. Con riferimento all'estensione del divieto anche ai sindaci, il legislatore del 1974, oltre a porre fine ad una questione dibattuta in dottrina, sembra aver cercato di evitare «una confusione di competenze, e quindi una commistione delle funzioni proprie dell'organo di controllo con quelle dell'assemblea deliberativa», PELLEGRINO, cit., 18.

⁵⁴ Dai primi commenti sull'ampliamento dei limiti soggettivi (e anche di quelli quantitativi di cui si dirà in seguito) emergeva un atteggiamento assai critico della dottrina che osservava come le nuove norme, più che scongiurare il rastrellamento delle deleghe di voto, lo rendessero meramente più complesso e costoso ma ancora attuabile con le modalità che si erano affermate nella prassi prima della riforma. Sul punto v. JAEGER, cit., 556; SANTINI, *I "buchi" della riforma*, *Giur. Comm.*, 1974, I, 435.

Con riferimento infine al ruolo di rappresentante delle banche, veniva introdotto il divieto per le stesse⁵⁵ a rappresentare in assemblea i soci. Questa indicazione del legislatore non teneva in nessun conto una delle questione più dibattute in dottrina in sede di interpretazione del vecchio testo dell'art. 2372 c.c., vale a dire la necessità di regolare positivamente, senza vietare in assoluto, il conferimento delle deleghe di voto alle imprese bancarie in modo da scongiurare il rischio di un rastrellamento sommerso delle stesse da parte delle banche. Sicuramente per il medio-piccolo azionista sarebbe stata più equa e maggiormente garantista una disciplina positiva delle deleghe di voto rilasciate alle banche, com'è a tutti noto: questa tipologia di azionisti era solita esercitare il voto, proprio attraverso il rilascio delle deleghe alle banche⁵⁶.

Resta ora da prendere in considerazione l'introduzione dei limiti quantitativi alle deleghe rilasciabili ad uno stesso rappresentante. Il limite riguardava il numero degli azionisti deleganti ed è modulato diversamente in relazione al fatto che la società sia una s.p.a. "chiusa" ovvero una s.p.a. quotata, e in quest'ultimo caso anche a seconda dell'entità del capitale sociale. A questo proposito, in dottrina si osservava come un limite numerico svincolato dalla quantità di azioni che definiscono le singole partecipazioni sociali potesse comportare per il delegato di trovarsi ad esercitare il diritto di voto corrispondente ad una partecipazione sociale di rilevante entità⁵⁷. Peraltro, è il caso di puntualizzare che i limiti soggettivi e quelli quantitativi,

⁵⁵ Il divieto introdotto in capo alle banche suscitò in dottrina molte critiche, in particolare, riprendendo posizioni espresse, vigente il vecchio testo dell'art. 2372, si riteneva che la possibilità per i soci di minoranza di indicare come propri rappresentanti le banche fosse una delle poche concrete possibilità per gli stessi di prendere parte, seppur in via mediata, alle decisioni sulle vicende societarie. Quel che soprattutto veniva sottolineato era che il limite soggettivo esteso alle banche contribuiva all'esautoramento della rappresentanza assembleare che aleggiava lungo tutto l'impianto della nuova disciplina sul punto. In tal senso v. , *ex pluribus*, WEIGMANN, cit., 46; JAEGER, cit., 568. Per una minuziosa ricostruzioni ed una dettagliata analisi dei distinguo intorno a queste impostazioni teoriche v. M. C. BIANCA, cit., 90 ss.

⁵⁶ Lo spunto è di BASSI, cit., 359. Per un'analisi critica del divieto ricordato nel testo v. SACCHI, cit., 402.

⁵⁷ In altre parole, l'introduzione di limiti numerici non sembrava aver la forza di evitare il caso che un singolo delegato rappresentasse in assemblea una rilevante e (anche) determinante percentuale di voti; questo obiettivo, si era osservato in dottrina, sarebbe stato raggiunto meglio introducendo limiti

introdotti dalla l. 216/1974, erano estesi anche al fenomeno della girata delle azioni per procura onde evitare possibili elusioni al potere di rilasciare le deleghe di voto attraverso la suddetta modalità⁵⁸.

La *ratio* sottostante le novità, testé illustrate, secondo l'indirizzo assolutamente prevalente in dottrina, era quella di costruire una barricata all'ipotesi di una vasta e indifferenziata incetta di deleghe di voto dei medi-piccoli soci. In questa prospettiva interpretativa, giova precisare che il mancato rispetto dei limiti soggettivi e quantitativi aveva come conseguenza la nullità dei voti espressi dal delegato⁵⁹.

La presa d'atto delle novità in tema di rappresentanza assembleare comporta una specifica considerazione⁶⁰: il nuovo plesso normativo segnava un'inversione di tendenza rispetto al comportamento del legislatore del 1942 nei confronti del suddetto istituto, a prevalere con la riforma del 1974⁶¹ era un atteggiamento di sostanziale sfiducia verso l'uso delle deleghe di voto, la regolazione introdotta era chiaramente orientata a scoraggiare ogni ipotesi di ricorso diffuso alla rappresentanza assembleare. Nel complesso la nuova disciplina cristallizzava il fenomeno della c.d. "apatia razionale" del socio nelle società a capitale polverizzato, cioè non si preoccupava di individuare strumenti funzionali a vincere il disinteresse alle vicende sociali dei medio-piccoli azionisti, non considerava come rilevante la necessità di rafforzare la democrazia societaria.

1.4. Il contesto politico-economico degli anni ottanta: il nuovo interesse degli studiosi per il tema della corporate governance. Con riferimento alle novità introdotte dalla l. 216/1974 un'ampia parte della letteratura giuridica segnalò come la

parametrati sulla partecipazione al capitale oggetto di rappresentanza. Sulla questione dei limiti soggettivi v., *ex aliis*, JAEGER, cit., 571; SACCHI, cit., 406.

⁵⁸ Per lo spunto nel testo v. SACCHI, cit., 408; JAEGER, cit., 573 ss.

⁵⁹ Per un approfondimento della tesi dottrinarie accennata nel testo v. JAEGER, cit., 572 ss; GATTI, cit., 90 ss.

⁶⁰ Nella prospettiva del testo v. FERRI, cit., 616; GATTI, cit., 22; SACCHI, cit., 386.

⁶¹ L'impianto della riforma denotava come il legislatore avesse tenuto conto del contributo di una sola parte delle letterature giuridiche, tralasciando completamente le tesi ascarelliane.

nuova disciplina in tema di rappresentanza assembleare finisce per rendere ardua la partecipazione, in via mediata⁶², degli azionisti medio-piccoli alle vicende societarie, tuttavia questa impostazione connotazione in negativo del contenuto dell'art. 2372 c.c. non divenne motivo per chiedere una nuova riforma dell'istituto. In questo particolare periodo storico, l'interesse degli studiosi era maggiormente rivolto ad ottenere una minuziosa regolazione dei mercati finanziari⁶³, la stessa l. 216/1974 si era preoccupata di dare maggiore trasparenza al fenomeno delle società quotate⁶⁴.

L'arco temporale metà anni ottanta-metà anni novanta segnò un profondo cambiamento nel contesto politico-economico che aveva fatto da sfondo, prima, all'emanazione della l. 216/1974, poi, all'applicazione della medesima, specificamente questo periodo si caratterizzò per la forte crescita dei mercati finanziari internazionali, per la riforma radicale dell'ordinamento creditizio, per il favore verso forme di privatizzazione delle imprese pubbliche⁶⁵, per il sempre più frequente ricorso a forme di investimento diffuso nel capitale di rischio delle società⁶⁶. Tutto ciò⁶⁷ determinò la necessità di un ripensamento dei meccanismi di governo

⁶² Vale a dire «l'unica forma ragionevolmente ipotizzabile di partecipazione nelle società di grandi dimensioni per gli azionisti interessati essenzialmente all'aspetto patrimoniale delle loro azioni», SACCHI, cit., 418.

⁶³ Corroborano le considerazioni nel testo, *ex pluribus*, i lavori di G. MINERVINI, *La Consob. Lezioni di diritto del mercato mobiliare*, Napoli, Liguori, 1989, 25; G. ROSSI, *La tutela della maggioranza la Consob, e il giudice*, in *Riv. soc.*, 1986, I, 449; P.G. MARCHETTI, *La costruzione di una disciplina organica del mercato mobiliare*, in *Giur. Comm.*, 1985, I, 243.

⁶⁴ Per un'attenta ricostruzione delle considerazioni nel testo v. M. C. BIANCA, cit., 98.

⁶⁵ Ricostruendo il dibattito dottrinale di quegli anni si evidenzia come «lo studio della disciplina delle imprese privatizzate diviene così occasione di studio del prototipo di un diverso modello di società quotata [...] stavolta i principali tratti somatici, a differenza della scelta sancita con la l. 216/1974, vengono individuati, tra l'altro, proprio in un potenziamento del ruolo e dei diritti dei soci di minoranza [...] le misure atte ad arginare la connaturale disaffezione dei piccoli azionisti vengono individuate nella possibile introduzione di modalità di votazione capaci di ovviare alle difficoltà che questi incontrano nel partecipare personalmente all'assemblea», M. C. BIANCA, cit., 120 ss.

⁶⁶ In questa sede non è possibile approfondire i cambiamenti testé richiamati, tuttavia, si ritiene utile ricordare la l. 77/1983 con la quale l'area di competenza della CONSOB veniva ampliata fino a ricomprendere il “mercato dei valori mobiliari” e la regolamentazione dei fondi di investimento.

⁶⁷ Per un'attenta analisi dei fenomeni di cui, brevemente, si è dato conto nel testo v. M. C. BIANCA, cit., 140 ss.

societario, e quindi produsse lo spostamento dell'attenzione della dottrina dal tema del mercato mobiliare a quello della *corporate governance*⁶⁸. Nell'ambito della categoria degli strumenti di governo societario⁶⁹, l'interesse maggiore si concentrò sulla disciplina del voto per delega⁷⁰ e sullo strumento della sollecitazione/raccolta delle deleghe. In dottrina si venne affermando, in quegli anni, la convinzione che quest'ultimo fosse funzionale potesse agevolare il prodursi di fenomeni aggregativi in seno alla categoria degli azionisti di minoranza. In altri termini, la sollecitazione poteva agevolare gli azionisti di minoranza nel convogliare i loro voti sulle proposte di delibera più inclinate verso i loro interessi⁷¹.

⁶⁸ Nel dibattito dottrinale si afferma la convinzione che la normativa in tema di mercato mobiliare non sia in grado, da sola, di fornire un'adeguata tutela ai risparmiatori che abbiano scelto o che possano scegliere di costruire un proprio portafoglio di valori mobiliari. Sul ritrovato interesse del dibattito dottrinale intorno ai temi del diritto societario v., tra altri, P.G. MARCHETTI, "Corporate Governance" e *disciplina societaria vigente.*, in *Riv. soc.*, I, 1996, 418; PRESTI, *Le raccomandazioni Consob nella cornice della corporate governance*, in *Riv. soc.*, 1997, 739; JAEGER, *Privatizzazioni: "Public Companies": problemi societari*, in *Giur. comm.* 1995, I, 5; M. RESCIGNO, *La Consob e la "corporate governance": prime riflessioni sulla comunicazione della Consob 20 febbraio 1997 in materia di controlli societari*, in *Riv. soc.*, 1997, 758; MONTALENTI, "Corporate governance": *raccomandazioni Consob, e prospettive di riforma*, in *Riv. soc.*, in *Riv. soc.*, I, 1997, 713; LIBONATI, *La faticosa "accelerazione" delle privatizzazioni*, in *Giur. Comm.*, 1995, I, 20; EASTERBROOK – FISCHER, *L'economia delle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1996, 20; COSTI, *Privatizzazione e diritto delle società per azioni*, in *Giur. Comm.*, 1995, I, 77.

⁶⁹ Dalla lettura delle relazioni annuali diffuse dalla Banca D'Italia e dalla CONSOB in questi anni emerge, soprattutto con specifico riferimento alla normativa in tema di società emittenti, la necessità, al fine di aumentare gli investimenti nei mercati finanziari, di introdurre norme funzionali all'organizzazione ed al coinvolgimento della massa dei piccoli azionisti, vale a dire riconoscere a quest'ultimi una gamma di diritti direttamente esercitabili.

⁷⁰ Per una attenta ricostruzione delle ragioni sottostanti il ritorno di interesse della dottrina sulla rappresentanza assembleare v. M.C. BIANCA, cit., 110 ss.

⁷¹ Nel senso del testo v. JAEGER-MARCHETTI, *Corporate Governance*, in *Giur. Comm.*, 1997, I, 625; GAMBINO, *Governo societario e mercati mobiliari*, in *Giur. Comm.*, 1997, I, 797. Per una posizione, almeno in parte, scettica v. MASERA, *Nuove regole per le società quotate*, in *Giur. Comm.*, 1997, I, 801. Negli stessi anni, sulla questione, con finalità propositive, si registrano ampi studi della regolazione del fenomeno della sollecitazione in alcuni ordinamenti stranieri, v. S. ROSSI, *Il voto extrassembleare nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 1997, 47 e 65; TUCCI, *Le deleghe di voto nelle public companies statunitensi*, in *Dir. comm. Int.*, 1998, 385; PERNA, *Mito e realtà della democrazia societaria. Il proxy voting nelle public companies statunitensi*, in *Giur. Comm.*, 1995, I, 537; ID. *Public company e democrazia societaria. Voto per delega e governo delle imprese nel capitalismo statunitense*, Bologna, Il Mulino, 1998. Per un'approfondita ricostruzione del dibattito intorno all'introduzione nel nostro

1.5. *La riforma del 1998: il T.U.F.* Il T.U.F., introdotto nel 1998, rinnovò profondamente, attribuendogli un ruolo di grande rilievo, l'istituto delle deleghe di voto. Questa considerazione è corroborata dalla lettura degli artt. 136-144 TUF, dalla quale emerge tanto l'abbandono di limiti quantitativi al rilascio delle deleghe quanto l'affermazione dell'inderogabilità dello stesso, avvertendosi la riaffermazione, da parte del legislatore, del principio secondo il quale non devono essere posti limiti al rilascio delle deleghe di voto. Tuttavia, la "tolleranza" di una raccolta di deleghe senza restrizioni era intrinsecamente correlata al rispetto di un presupposto, e cioè che venissero fornite ai piccoli azionisti le informazioni, le quali consentissero loro di procedere «in modo cosciente e meditato»⁷² al rilascio delle procure di voto⁷³. Su questa premessa, si può affermare che il legislatore del 1998 abbia cercato di offrire, attraverso la tipizzazione del voto per delega, ai titolari di partecipazioni minime, una modalità per intercettare e convogliare i voti in una specifica direzione, favorendo l'affermazione di una maggiore democraticità nelle dinamiche alla base della formazione della volontà sociale, un'esigenza questa che nelle società ad azionariato polverizzato potrebbe altrimenti (come già illustrato) rimanere

ordinamento di una compiuta disciplina della sollecitazione e della raccolta delle deleghe di voto v. M.C. BIANCA, cit., 146 ss.

⁷² DE GREGORI, cit., «il fenomeno di incetta di deleghe rilasciate al buio, in cui invero si sfrutta il "naturale" assenteismo e disinteresse di questi azionisti "risparmiatori", conseguenti alla disinformazione sulle vicende societarie, viene espressamente "stigmatizzato", nel senso che è da ritenersi *contra legem*», così, PELLEGRINO, cit., 25-26. In tal senso, la disciplina dettata dal TUF individua gli adempimenti informativi rivolti ai soci cui è diretta la richiesta di rilascio della delega di voto. Il meccanismo del conferimento di quest'ultime si articola secondo sue modalità: la sollecitazione e la raccolta delle stesse. In dottrina si è osservato come questa duplice modalità sia una caratteristica precipua dell'ordinamento italiano che non trova riscontro nell'esperienze normative, ad essa contemporanee o precedenti, di altri Paesi. Diversamente, il contenuto delle norme, in tema di informazioni agli oblati delle deleghe di voto, è molto sensibile alla regolazione statunitense del *proxy voting*. Con riguardo a queste considerazioni v., *ex pluribus*, CARDARELLI, *Le deleghe di voto*, in *Intermediari finanziari, mercati, società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi – M. Sandulli – V. Santore, Torino, Giappichelli, 1999, 892; ANGELICI, *Le "minoranze" nel decreto 58/1998: tutela e poteri*, in *Assemblea degli azionisti e nuove regole del governo societario*, in *Riv. dir. comm.*, 1999, 13; MONTALENTI, "Corporate governance": *la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate*, in *Giur. Comm.*, 1998, I, 332; MAZZONI, *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giur. Comm.*, 1998, I, 485. Per un accurato confronto tra la disciplina italiana sulla sollecitazione e sulla raccolta delle deleghe di voto e il *proxy voting* statunitense nonché altre esperienze legislative: v. PELLEGRINO, cit., 27 ss.

⁷³ In tal senso, tra altri, v. CARDARELLI, cit., 892 e 899

insoddisfatta⁷⁴. In definitiva, il legislatore del TUF attribuisce alla delega di voto la funzione precipua di promuovere il coinvolgimento, anche se in via mediata, dei piccoli azionisti nelle decisioni sociali⁷⁵.

Dinanzi ad uno scenario normativo di tale natura, le soluzioni adottate non sempre sembravano fondate su una chiara consapevolezza di tutti i problemi derivanti dalla complessità delle dinamiche assembleari in presenza di una compagine sociale altamente frammentaria. La disciplina del voto per delega, oltre che favorire la rivitalizzazione dell'assemblea sociale, potrebbe rappresentare anche una variabile assai importante nella concreta configurazione dei modelli di governo societario, potendo costituire sia un potente fattore di stabilizzazione del controllo societario, sia al contrario un elemento di concorrenzialità nel mercato del medesimo controllo⁷⁶.

Il legislatore del TUF nella definizione della disciplina del voto per delega sembra essersi preoccupato principalmente della trasparenza dell'attività di sollecitazione, della massima chiarezza sul possibile assetto degli interessi coinvolti nell'iniziativa, sulle motivazioni dei soggetti promotori, in modo da garantire la massima consapevolezza da parte dell'azionista destinatario della sollecitazione, anche e soprattutto in considerazione del rischio elevato che il nuovo strumento si presti ad un uso distorto. In particolare, si avverte la preoccupazione che l'istituto delle deleghe di voto possa essere utilizzato da alcuni soggetti forti (*in primis* le banche)⁷⁷ per accreditarsi posizioni di potere all'interno della società⁷⁸.

⁷⁴ Nello stesso senso v. PELLEGRINO, cit., 26.

⁷⁵ Anche il c.d. voto per corrispondenza rende agevole ai piccoli azionisti (soprattutto eliminando i costi ed i disagi della presenza fisica) la partecipazione alle attività e alle decisioni sociali. Chiarisco subito che nel corso di questo lavoro non mi occuperò di tutte le tematiche e le questioni connesse (prima fra tutte quella della legittimità del voto extrassembleare) al voto per corrispondenza. Si farà riferimento solo ai profili di questo istituto comunque importanti per il tema oggetto del presente lavoro.

⁷⁶ Per un approfondimento delle considerazioni svolte nel testo v. PERNA, cit., 206, ss.

⁷⁷ La preoccupazione di non riconoscere alle banche alcun vantaggio competitivo nella raccolta delle deleghe di voto era nel testo unico spinta a tal punto che, nel caso in cui la banca intendesse promuovere una sollecitazione, era comunque richiesto il ricorso ad un intermediario. In altri termini, la banca, pur potendo svolgere per conto terzi l'attività di sollecitazione, non poteva agire in proprio qualora

La disciplina del nuovo testo unico sembra orientata verso un modello di voto per delega che fosse in grado di rafforzare la c.d. “democrazia societaria”, così da poter ottenere concrete forme di tutela per i diritti e le aspettative dei piccoli azionisti⁷⁹. A tal fine il TUF prevedeva sollecitazioni puntuali per singole assemblee, con precise regole di trasparenza informativa

La previsione di un quorum di possesso azionario implicava che gli amministratori e i sindaci della società non potessero in quanto tali promuovere una sollecitazione di deleghe; potendolo fare solo nel caso in cui possedano direttamente azioni in misura sufficiente, in quanto azionisti⁸⁰. In questa prospettiva, la scelta di introdurre una partecipazione minima sembra il riflesso della teoria tradizionale del conflitto di interessi nel quale si troverebbero gli amministratori che dovessero esercitare per delega il voto dei soci⁸¹.

fosse stata committente della medesima sollecitazione. Un diretto rilievo normativo della disciplina sulla sollecitazione di deleghe di voto sulla regolazione bancaria era invece rintracciabile nel quarto comma dell'art. 144, il quale richiedeva che, qualora la società emittente sia sottoposta a vigilanza prudenziale, dell'avvio della sollecitazione venisse data comunicazione all'autorità vigilante, la quale poteva vietarla nel caso in cui l'iniziativa rischiasse di pregiudicare i controlli sul capitale sociale.

⁷⁸ Per i primi commenti sulla nuova disciplina delle deleghe di voto v. JAEGER, cit., MASERA, *Note in tema di nuove regole per le imprese quotate*, in *Giur. comm.*, I, 1997, 801

⁷⁹ In altri termini, la tutela dell'azionariato diffuso non viene realizzata attraverso il potenziamento del grado di contendibilità degli assetti di controllo delle grandi imprese, offrendo a chi voglia di tentare una scalata ostile uno strumento alternativo, ma da utilizzare anche in modo combinato, alle offerte pubbliche di acquisto. Nel senso del testo, e in particolare sull'aspirazione del piccolo azionista a godere di efficaci forme di tutela dei propri diritti (piuttosto che sostituirsi alla compagine di controllo), v. OPPO, cit., 20.

⁸⁰ Sulla opportunità di prevedere che la sollecitazione di deleghe possa essere promossa anche dal consiglio di amministrazione cfr. le posizioni di JAEGER e di P.G. MARCHETTI, cit., 625 ss. E' appena il caso di segnalare che il vincolo potrebbe ritenersi irrilevante sul piano pratico, considerando che nel sistema societario italiano gli amministratori sono sempre espressione diretta di azionisti di riferimento titolari di partecipazioni azionarie di consistenza tale da poter in ogni caso promuovere una sollecitazione di deleghe. Peraltro, la soluzione scelta traduce una concezione delle dinamiche societarie che postula in ogni caso un primato assoluto dei soci di riferimento e riduce i margini di autonomia degli amministratori, (quasi fossero solo) semplici esecutori della volontà degli azionisti.

⁸¹ Una teoria ben consolidata e che, anche prima della riforma del 1974 ispirava la disciplina codicistica.

La marginalizzazione del ruolo degli amministratori⁸² nell'attività di sollecitazione delle deleghe di voto era confermata anche dalla mancanza di una qualunque disposizione in merito alle spese di sollecitazione. In obbedienza ad un principio di *par condicio*, il TUF addebitava sempre ai committenti l'intero ammontare delle spese di sollecitazione⁸³, indipendentemente dalla circostanza che si trattasse di iniziative poste in essere da soggetti che già controllano la società (gli amministratori uscenti) ovvero da "sfidanti"⁸⁴.

La disciplina del voto per delega nelle società quotate si completava con l'introduzione nel nostro ordinamento societario di una nuova fattispecie, ossia l'associazione dei piccoli azionisti. In particolare, l'art. 141 TUF consentiva al fenomeno associativo dei piccoli azionisti lo svolgimento con procedure

⁸² Diversamente l'esperienza americana di quegli anni dimostrava come il *proxy voting system* potesse svolgere anche una funzione importante nello sviluppo di un sistema ordinario di comunicazione tra gli amministratori e i soci. Il voto per delega si era rivelato uno strumento prezioso nella concreta configurazione del ruolo assunto dagli investitori istituzionali nella dialettica assembleare. In particolare, prima della riforma del 1992, le *proxy rules* dettavano una disciplina rigorosissima non solo per la vera e propria attività di sollecitazione di deleghe, ma anche per tutte le attività comunque dirette ad orientare il voto dei piccoli-medi azionisti. Ciò finiva per ostacolare significativamente l'attivismo societario degli investitori istituzionali, in generale poco propensi ad assumere atteggiamenti manifestamente ostili verso il management delle società. La riforma del 1992 contribuì alla liberalizzazione delle comunicazioni fra soci ed alleggerì notevolmente gli adempimenti per la sollecitazione delle deleghe, con un sensibile beneficio per il complessivo funzionamento del sistema americano di corporate governance. Sulla riforma del 1992 v. HONABACH-SARGENT, *Proxy Rules Handbook*, West Publishers, 1995, 105 ss.

⁸³ Porre tutti i soggetti sullo stesso piano rischia di disincentivare iniziative del genere e di favorire piuttosto il ricorso a sollecitazione di deleghe da parte di soggetti che siano in qualche modo legati dall'esterno al gruppo di controllo e possiedano soprattutto la possibilità di esternalizzare i costi della sollecitazione. Per un approfondimento sul punto v. PERNA, cit., 222, dove l'autore ipotizza che un siffatto ruolo potrebbe essere ricoperto dalle banche.

⁸⁴ In ottica comparatistica, è appena il caso di ricordare che nel modello statunitense gli amministratori raccolgono abitualmente le deleghe di voto in nome della società, mentre solo occasionalmente vi sono sollecitazioni in contrapposizione con il lancio di iniziative ostili da parte di soggetti esterni al gruppo di controllo. Le due tipologie di sollecitazione sono trattate diversamente quanto alla sopportazione delle spese: se la sollecitazione degli *insurgents* rimane a carico totale di questi ultimi, salva la possibilità che l'assemblea deliberi un rimborso anche parziale *ex post*, la sollecitazione degli *incumbents* per conto della società rientra nelle attività svolte dall'interesse comune ed è pertanto a carico del bilancio della società. Sulla questione dell'imputazione alla società delle spese di sollecitazione si registra un riferimento alla stessa compiuto da Draghi, in qualità di Direttore generale del tesoro, nel corso dell'audizione svolta nel gennaio del 1998 presso la commissione finanziaria della Camera dei deputati.

semplificate⁸⁵ delle attività di raccolta delle deleghe di voto. Se con riferimento all'ipotesi di sollecitazioni, il legislatore si attendeva il verificarsi di iniziative puntuali promosse in vista di obiettivi ben definiti e resi trasparenti dal committente, nell'ipotesi delle associazioni si aspettava di assistere all'opera di organizzazioni stabili in grado di fornire un'attività di servizio che potesse facilitare l'esercizio del voto per i piccoli azionisti⁸⁶.

Per quanto concerne l'obbligo di trasparenza del committente circa le proprie proposte di voto e la *ratio* sottostante alle stesse, il medesimo obbligo operava anche rispetto alle associazioni degli azionisti, e cioè l'associazione era tenuta a fornire ai propri associati un'informazione puntuale, e soprattutto idonea a rendere consapevoli gli stessi delle proprie manifestazioni di voto. Qualora poi l'associazione avesse deciso di presentare una propria proposta di voto⁸⁷, anche se *ex lege* non era tenuta a predisporre e diffondere il prospetto, la dottrina riteneva che dovesse comunicare ai propri associati le motivazioni alla base della suddetta proposta, in

⁸⁵ La sollecitazione ordinaria è promossa su specifici punti all'ordine del giorno dell'assemblea, rispetto ai quali l'azionista può aderire o meno alla proposta di voto formulata dal committente (negando o concedendo la delega sul punto), diversamente, nella raccolta delle deleghe da parte delle associazioni l'iniziativa assume carattere generale ossia riguarda tutti i punti all'ordine del giorno. Inoltre, il modello di delega previsto dalle associazioni farà espresso riferimento all'orientamento di voto suggerito dalle associazioni, di conseguenza, sembra che il ruolo attribuito alle associazioni potrebbe non limitarsi all'attività di servizio nell'esercizio dei voti dei piccoli azionisti ed avere come obiettivo quello della promozione di precisi orientamenti di voto. Corroborata tale impostazione il contenuto del quarto comma dell'art. 141 TUF, il quale, per le sole associazioni che svolgano raccolta di deleghe, prevede la possibilità di esercitare in modo divergente i voti delegati dai propri aderenti. Tale possibilità, esclusa per le normali sollecitazioni, si spiega proprio in forza della natura di servizio "disinteressato" che dovrebbe essere svolta dalle associazioni di azionisti. In virtù di tale caratterizzazione, le associazioni possono, tra l'altro, alla raccolta delle deleghe di voto fra i propri soci (non anche alla sollecitazione di deleghe di voto all'esterno dell'associazione) indipendentemente dal requisito di possesso azionario fissato in via generale dall'art. 139 TUF. Nella disciplina del nuovo istituto rimangono oscuri alcuni profili decisivi: i meccanismi di funzionamento interno, la sopportazione dei costi di funzionamento, le procedure per deliberare gli orientamenti di voto che saranno sottoposti agli aderenti. Questi argomenti vengono rimessi all'autonomia statutaria.

⁸⁶ Per un'analisi dettagliata del fenomeno dell'associazione degli azionisti v. TORINO, *L'istituzionalizzazione delle minoranze azionarie. Le associazioni di azionisti in Francia ed in Italia*, in *Riv. Soc.*, 1998, 603 ss.

⁸⁷ Nel silenzio della legge sembrerebbe doversi ritenere che l'associazione possa assumere il ruolo di committente di una sollecitazione, nel qual caso sarà per altro sottoposta alla disciplina generale in termini sia di requisiti per la promozione della sollecitazione sia di adempimenti procedurali.

modo tale, che gli stessi potessero *re cognita* valutare se aderire o meno alla medesima⁸⁸. E' appena il caso di ricordare che la manifestazione di voto degli associati, espressa e contenuta nei moduli, era vincolante per l'associazione.

1.6. *La legge sul risparmio: l. n. 262/2005*. L'emanazione della legge 28 dicembre 2005, n. 262⁸⁹ (di seguito legge sul risparmio) ha prodotto importanti e significative novità in punto di disciplina nell'ambito della materia societaria e finanziaria, in tema di *corporate governance*, revisione contabile, intermediazione mobiliare e sanzioni, soprattutto novellando la regolazione degli intermediari e dei mercati finanziari, con l'obiettivo di migliorare e rafforzare le forme di tutela per i risparmiatori⁹⁰.

La legge sul risparmio, entrata in vigore il 12 gennaio 2006, come già brevemente ricordato, ha determinato alcune modifiche del plesso normativo in tema di intermediazione finanziaria, specificatamente regolata dal TUF, quindi la stessa ha introdotto nuove regole nella disciplina relativa ai comportamenti delle società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri Paesi UE.

Le novità introdotte dalla legge sul risparmio si inseriscono in quel vasto movimento di riforma che ha interessato recentemente sia il ruolo e le competenze dei sistemi di controllo interno, che l'individuazione di precise responsabilità in capo alle società, agli organi di amministrazione, nonché a quelli preposti al controllo

⁸⁸ Per queste ultime considerazioni v. CARDARELLI, cit., 921 ss.

⁸⁹ Pubblicata in G.U. 28 dicembre 2005, n.310. suppl. ord. n. 208 recante "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari".

⁹⁰ Per un'analisi approfondita e dettagliata della ratio sotto stante la legge sul risparmio, ex pluribus, v. CAPRIGLIONE, *Crisi di sistema ed innovazione normativa. Prime riflessioni sulla nuova legge sul risparmio*, in *BBTC*, 2006, 125; COSTI, *Concorrenza e stabilità nel mercato bancario*, in *AGE*, 2006, 111; SPAVENTA, *La legge sulla tutela del risparmio, passi avanti, errori ed illusioni*, in *AGE*, 2006, 11; VELLA, *La riforma della vigilanza tanto rumore per nulla*, in *AGE*, 2006, 117; ABBADESSA, *Nuove regole di governance nel progetto di legge sulla tutela del risparmio*, in *Dir. Banca e merc. fin.*, 2005, I, 536.

sull'adeguatezza del sistema di controllo interno, e finalizzato alla possibilità di ampliare e potenziare le forme di tutela apprestate dall'ordinamento agli investitori.

Nella prospettiva, qui da ultimo suggerita, la nuova regolazione comporta l'inserimento nella disciplina pre-vigente di alcune innovazioni, volte, nella mente del legislatore, a garantire e realizzare una maggior presenza all'interno dell'organizzazione societaria delle minoranze azionarie anche attraverso le norme secondarie della Consob, il cui Regolamento Emittenti disciplina la procedura da seguire quando un soggetto intende avviare la sollecitazione delle deleghe di voto relativamente alle decisioni poste all'ordine del giorno dell'assemblea delle quotate, nonché rafforzando la *disclosure* nell'ambito dei controlli, e irrobustendo le forme di tutela del risparmiatore.

Tuttavia, nonostante la nuova disciplina sia per molti versi attenta e puntuale sulla definizione delle norme attinenti alle materie testé ricordate, residua la sensazione che il legislatore non sia riuscito a sciogliere tutti i nodi critici sottostanti le medesime, ciò limitando la concreta efficacia delle norme stesse a impedire e/o prevenire pratiche scorrette, nonché a rafforzare la tutela dei risparmiatori⁹¹.

⁹¹ Si lascia apprezzare in questa prospettiva, ad esempio, l'art. 5 della legge sulla tutela al risparmio che ha introdotto nella sezione II, capo II del TUF, l'art. 126 bis, a norma del quale si conferisce ad una minoranza qualificata, " i soci che anche congiuntamente rappresentino almeno il quarantesimo del capitale sociale", la facoltà di chiedere entro cinque giorni dalla pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea, l'integrazione dell'elenco delle materie da trattare. L'inserimento di questa norma, anche nell'ordinamento italiano, era da lungo tempo sponsorizzata dalla dottrina (*ex multis*, v. ABBADESSA, *Nuove regole in tema di procedimento assembleare e tutela delle minoranze*, in *Riv. Soc.*, 2002, 174 e 175; MONTALENTI, cit., 1998, I, 340.). La letteratura giuridica da tempo rileva il ruolo precipuo che la fissazione dell'ordine del giorno assume nel governo delle società, e soprattutto in quelle ad azionariato particolarmente diffuso. A tal proposito si è sostenuto che il potere degli amministratori di determinare il contenuto dell'ordine del giorno potrebbe produrre una progressiva "esautorazione dell'assemblea", la quale finirebbe per "svolgere una funzione di mera ratifica delle proposte formulate dall'organo di amministrazione"(così TUCCI, *Modifiche del diritto societario e nuove forme di tutela della minoranze*, in *La nuova legge sul risparmio. Profili societari, assetti istituzionali e tutela degli investitori*, a cura di Capriglione, Padova, CEDAM, 2006, 73). La *ratio* sottostante l'introduzione dell'ordine del giorno è, dunque, quella di riuscire a raggiungere un maggior equilibrio, nei rapporti, tra amministratori ed assemblea in quanto consente ad una minoranza qualificata di esercitare il suo diritto anche a seguito della fissazione dell'o.d.g. da parte del consiglio di amministrazione in sede di invio dell'avviso di convocazione dell'assemblea (sul punto diffusamente v. FERRACINI-GIUDICI, *La legge sul risparmio, ovvero un pot pourri della corporate governance*, in *Riv. Soc.*, 2006, 573 ss.).E' appena il caso di segnalare che l'art. 5 della legge sulla tutela al risparmio ha anticipato il contenuto dell'art. 6 della Direttiva 2007/36/CE dell'11

E' appena il caso di ricordare che l'evento onde è scaturito l'intervento riformatore del legislatore si collega a quell'ampia gamma di scandali finanziari che ha interessato il nostro mercato finanziario negli ultimi dieci anni⁹². Da una prima rapida lettura della legge sul risparmio emerge come le scelte normative effettuate dal legislatore siano principalmente orientate ad affrontare e superare la crisi del sistema economico e dei mercati finanziari attraverso il potenziamento degli strumenti sanzionatori piuttosto che procedendo ad un organico e strutturale piano di riforma della disciplina che opera in questi ambiti.

Se, da un versante, è vero che una più dettagliata e puntuale disciplina degli strumenti sanzionatori si lascia apprezzare nell'ottica del necessario completamento del sistema di regole e controlli, questione ulteriore, e ben più delicata, riguarda l'effettività della medesima, la quale bisogna di una attenta definizione dei profili tecnici e di contenuto, che non sempre si registrano nella nuova regolazione, tanto che, introdotta la legge sul risparmio, il legislatore è ulteriormente intervenuto con l'obiettivo di rimuovere i profili di maggiore criticità emersi, introducendo una gamma di modifiche, con l'emanazione di un d.lgs. di coordinamento e di adeguamento del TUB e del TUF e della altre leggi speciali⁹³.

luglio 2007 dedicata "all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate" (della stessa si parlerà diffusamente nel prosieguo del lavoro). Anche il legislatore europeo ha, infatti, sentito la necessità di garantire l'effettiva partecipazione dei soci al governo della società imponendo agli stati membri l'introduzione di una disciplina volta ad assicurare la possibilità agli azionisti di iscriver punti all'ordine del giorno e di presentare proposte di delibera sui temi che figurano all'ordine del giorno.

⁹² Senza voler qui ricostruire dettagliatamente la stagione degli scandali finanziari che ha sollecitato l'attenzione del legislatore, mi limiterò soltanto a citarne alcuni come i bond argentini e i casi nostrani: Cirio e Parmalat. Per un dettagliato approfondimento, tra altri, RORDORE, *Scandali finanziari e regole di mercato (appunti a margine dei casi Cirio e Parmalat)*, in *Questione giustizia*, 2004, 567; ONADO, *I risparmiatori e la Cirio: ovvero pelati alla meta. Storie di ordinari spoliazione degli azionisti e obbligazionisti*, in *Mercato, concorrenza e regole*, 2003, 499; CARUTTINI, *Parmalat, un caso di trasferimento di rischio industriale e di credito sui risparmiatori: cause e rimedi*, AGE, 2010; NUZZO, *Parmalat, Alitalia e simili: occupazione, risparmio, e via italiana nella gestione delle crisi di impresa*, AGE, 2009.

⁹³ D.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303, in G.U. 10 gennaio 2007, n. 7, suppl. ord., recante: "Coordinamento con la L. 28 dicembre 2005, 262, del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (T.U.B.) e del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (T.U.F.).

Inoltre, la recente crisi finanziaria ha posto in luce, soprattutto con riferimento agli intermediari finanziari, la necessità di promuovere una partecipazione maggiormente consapevole degli azionisti alla vicende societarie. In particolari, alcuni studi hanno evidenziato il ruolo cruciale svolto dagli azionisti nell'incoraggiare/assecondare l'accettazione di rischi eccessivi da parte dei membri dei C.d.A. degli intermediari finanziari⁹⁴. All'indomani della crisi, gli azionisti sembrano chiedere forme di tutela più stringenti, in special modo per tornare ad investire nelle società finanziarie. Il loro interesse si concentra principalmente su tre macro temi: essere in grado di esercitare effettivamente i loro diritti, in particolare il loro diritto di voto, essere garantiti contro il fenomeno degli *empty voters*, una maggiore stabilità dell'attivismo degli investitori istituzionali (un obiettivo questo che potrebbe essere in contrasto con il principio "un'azione, un voto")⁹⁵.

Su questo contesto socio-economico-giuridico si innesta la trasposizione della Direttiva 2007/36/CE, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate.

⁹⁴ Nel senso del testo v. MAYER-POLO, *Shareholder Activism: An Antidote to Corporate Greed?*, www.ssrn.it.

⁹⁵ Sul punto v. WYMEERSCH, *Shareholders after the crisis*, www.ssrn.com.

SECONDO CAPITOLO

LA NUOVA DISCIPLINA DELLA RAPPRESENTANZA ASSEMBLEARE NELLE SOCIETA' QUOTATE

I Sezione

LA DIRETTIVA "SHAREHOLDERS RIGHTS"

SOMMARIO: 2.1 La *ratio* sottostante la Direttiva 2007/36/CE. - 2.2. Cenni generali sul contenuto della Direttiva. - 2.2.1. L'informazione pre-assembleare. - 2.2.2. Uno sguardo di sintesi sulle norme in tema di rappresentanza assembleare. - 2.3. L'attivismo degli investitori istituzionali. - 2.3.a. Negli Stati Uniti. - 2.3.b. In Italia. - 2.4. Le deleghe di voto spontanee. - 2.5. Il rappresentante in conflitto di interessi. - 2.6.-L'identificazione degli azionisti. - 2.7. Le lacune della Direttiva.

2.1 La ratio sottostante la Direttiva 2007/36/CE. Con la Direttiva 2007/36/CE⁹⁶(di seguito anche Direttiva DSHR), relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate, il legislatore europeo ha introdotto alcune importanti regole volte a potenziare i diritti degli azionisti delle società quotate⁹⁷, in special modo attraverso l'estensione della disciplina sulla trasparenza, sull'uso delle deleghe per esprimere il proprio orientamento di voto, sulla possibilità di prendere parte all'assemblea utilizzando mezzi elettronici, e soprattutto garantendo un migliore esercizio del voto transfrontaliero. In altri termini, l'obiettivo della Direttiva era quello di creare un ambiente giuridico-normativo che favorisse la partecipazione

⁹⁶ Per esigenze di chiarezza espositiva è opportuno chiarire che il presente lavoro concentra la sua attenzione sull'uso delle deleghe di voto, la Direttiva sarà esaminata privilegiando quest'aspetto, tuttavia, non mancheranno alcuni brevi cenni, utili ad inquadrare le tematiche correlate all'esercizio del diritto di voto e interessate dalla Direttiva stessa.

⁹⁷ Nel senso del testo v. GUERRIERI, *Note introduttive Il recepimento della Direttiva Shareholders' rights: il legislatore scommette ancora sulla voce degli azionisti (di società quotate), La nuova disciplina dei diritti degli azionisti, Commentario*, a cura di Guerrieri, in *Nuove leggi civili commentate*, f.n. 4, 508.

degli azionisti alla vita della società⁹⁸, e in particolare l'espressione del voto, soprattutto in ottica *cross-border*, semplificando talune delle formalità a ciò necessarie e facilitando le attività prodromiche o funzionali all'esercizio di tale diritto: convocazione, iscrizione di argomenti all'ordine del giorno, voto a distanza, delega spontanea⁹⁹.

La Direttiva è stata approvata al termine di un lungo *iter* dove hanno avuto un ruolo centrale: il rapporto *Winter* del 2002, la comunicazione, “*Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell’Unione europea – Un piano per progredire*”, della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio del 21 maggio 2003¹⁰⁰, nonché uno studio preliminare condotto dalla Commissione nel 2005, “*Fostering an appropriate regime for shareholders’ right*”, funzionale ad accertare l'eventuale *vulnus* economico prodotto dagli ostacoli (emersi nel corso delle precedenti consultazioni) all'esercizio del diritto di voto da parte degli azionisti. In particolare, per quanto concerne il rapporto del 2002, il gruppo di esperti presieduto da *Winter* considerava le forme di tutela rivolte agli azionisti, con specifica attenzione alla necessità di eliminare gli ostacoli all'esercizio transfrontaliero

⁹⁸ In tal senso la Direttiva si inserisce nel solco, recentemente, segnato dall'introduzione delle “*Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario*” emanate dalla Banca d'Italia il 4 marzo 2008, e dall'emanazione della disciplina con parti correlate, con le quali sembra affermarsi un atteggiamento normativo volto a rivitalizzare il ruolo dell'assemblea, in particolare con riferimento alle politiche retributive ed a livello di sistema –come già osservato da una parte della dottrina– agli adeguamenti statutari. Lungo questa direzione sembra collocarsi anche l'utilizzo di strumenti, volti a favorire la partecipazione degli azionisti (anche di minoranza) all'assemblea (attraverso le procure di voto o i mezzi di telecomunicazione), e dunque, in ultima istanza, funzionali ad una maggiore affermazione della “democrazia societaria”, imposti dal suddetto intervento della Banca d'Italia, che ha così aggiornato, prima dell'attuazione della Direttiva 2007/36/CE, la disciplina relativa all'impresa bancaria. Lo spunto cui si fa riferimento nella nota è di ABRIANI, *Diritto di informazione e parità di trattamento: il pungolo gentile dell'assemblea mite dopo l'attuazione della Direttiva 2007/36*, www.associazionepreite.it, 17.

⁹⁹ Al riguardo va osservato che una parte delle previsioni contenute nella Direttiva DSHR trovano già sostanziale corrispondenza nella disciplina italiana vigente prima dell'attuazione della medesima, e cioè: il termine di pubblicazione dell'avviso di convocazione, le norme in tema di partecipazione e voto a distanza, il voto fiduciario, le norme relative alla discussione in assemblea e la risultato della votazione.

¹⁰⁰ Per un'analisi approfondita del ruolo svolto dalla comunicazione v. ABBADESSA, *Recepimento della Direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti con particolare riguardo al sistema della data di registro*, dattiloscritto, 2.

del diritto di voto degli stessi, come uno dei punti focali nell'ottica di un rinnovo delle regole di *corporate governance* nei diversi Paesi dell'UE¹⁰¹. Con riferimento alla comunicazione, la Commissione presentava le riflessioni del rapporto *Winter* e indicava tra le proprie priorità la predisposizione di una disciplina volta a rimuovere gli ostacoli all'esercizio dei diritti degli azionisti. Da ultimo, nello studio condotto dalla Commissione nel 2005¹⁰², emergeva come dal fenomeno – di per sé positivo – della crescente frammentazione dell'azionariato delle società quotate europee, dal ruolo crescente degli investitori istituzionali nel suddetto azionariato, dall'esistenza di ostacoli legali al voto domestico e transfrontaliero per gli investitori *retail* ed istituzionali derivava il concreto pericolo che le società quotate europee potessero essere controllate da una ristretta minoranza di azionisti.

E' noto come la volontà di semplificare e di favorire la libera circolazione dei capitali, «consentendo a tutti i cittadini comunitari l'investimento nei mercati finanziari dell'intera Unione Europea»¹⁰³, ha determinato un incremento delle partecipazioni degli investitori esteri sul totale della capitalizzazione delle società quotate domestiche¹⁰⁴, tuttavia questo aumento non ha determinato un'adeguata partecipazione dei “nuovi” investitori alle scelte sociali.

Questo fenomeno è dovuto a due ordini di ragioni.

La prima attiene agli ostacoli che incontrano gli investitori stranieri quando intendono esercitare il proprio diritto di voto. Queste difficoltà possono essere così sintetizzate: a) costi eccessivi nella raccolta delle informazioni funzionali ad un

¹⁰¹ Il testo integrale del rapporto *Winter* è disponibile su <http://europa.eu.it/comm/internalmarket/en/company/modern/consult/report/en/pdf>.

¹⁰² Il testo completo dello studio è reperibile su www.ec.europa.eu

¹⁰³ ABBADESSA, cit., 3.

¹⁰⁴ Come è stato rilevato da una parte della dottrina, questo fenomeno, da un lato, produce un rafforzamento della competizione tra i mercati finanziari, favorendone l'efficienza, dall'altro lato, «accresce il problema dell'effettivo controllo sulla gestione societaria da parte degli azionisti non appartenenti al gruppo di comando [...] non sempre, infatti, l'investimento nel mercato mobiliare determina automaticamente l'attribuzione agli intermediari, bancari o finanziari, del compito di esercitare i diritti corporativi nell'interesse dei risparmiatori», ABBADESSA, cit., 3.

esercizio consapevole dei diritti di cui gli azionisti sono titolari; b) maggiori costi per raggiungere fisicamente il luogo prescelto per la riunione assembleare¹⁰⁵.

Muovendo dalla constatazione che l'assenteismo degli azionisti è un fenomeno che caratterizza le società ad azionariato diffuso, dove spesso i titolari di una partecipazione esigua, ritengono irrilevante il peso del proprio voto¹⁰⁶, la seconda ragione attiene ad un più ampio favore da parte degli investitori medio-piccoli, nonché stranieri, ad utilizzare la c.d. *Wall street rule*¹⁰⁷: vota a favore degli amministratori o, in caso di dissenso, vendi i titoli (*vote with your feet*). E' appena il caso di ricordare che, secondo Hirschman, sulla scorta della sua analisi sui modi in cui si esprime e veicola il dissenso nelle strutture collettive complesse, i partecipanti alle stesse possono esprimere la propria insoddisfazione secondo due linee: l'abbandono dell'organizzazione (*exit*)¹⁰⁸ e la manifestazione verso l'esterno del loro malcontento, nel tentativo di rimuovere, in qualsiasi modo, gli aspetti non graditi (*voice*)¹⁰⁹.

¹⁰⁵ Nel senso del testo v. ABBADESSA, cit., 3.

¹⁰⁶ Sul punto giova ricordare quanto già detto nel primo capitolo, e cioè l'esercizio dei diritti di voto connesso con il possesso di titoli azionari costituisce un'attività onerosa per l'azionista che pertanto tenderà a non esercitare il diritto di voto tutte le volte in cui il costo dell'esercizio si presenti superiore al beneficio che egli può sperare di ricavare dal voto medesimo. A questo si aggiungono fenomeni di free rider, vale a dire ciascun socio titolare di voti di per sé non determinanti (né quantitativamente rilevanti) sarà tentato di astenersi dall'assumere i costi relativi all'esercizio dei diritti di voto nella speranza che altri lo facciano per lui.

¹⁰⁷ Questo atteggiamento è emerso anche da un recente studio della CONSOB presentato in occasione di un seminario organizzato dalla direzione di Giurisprudenza Commerciale presso Sapienza-Università di Roma, in data 29 ottobre 2010, dedicato a "*I diritti degli azionisti delle società quotate dopo il d.lgs. 27/2010*".

¹⁰⁸ In special modo, molti investitori istituzionali, avendo come priorità la massimizzazione del valore della loro partecipazione, non hanno un particolare interesse a prendere parte attivamente alle vicende societarie, preferendo alla manifestazione del loro dissenso, la cessione delle azioni (*Wall Street Rule*), *ex pluribus*, v. COLANGELO, *Corporate Governance e Assetti Proprietari dell'impresa: realtà e retorica di un nuovo mito*, *Vita Notarile*, 2002, I, 456; JACOBS, *Break the Wall Street Rule: Outperform the Market with Relationship Investing*, *Addison Wesley Longman*, 1994.

¹⁰⁹ Esula da questo lavoro un'analisi approfondita delle *Wall Street Rule*, in tal senso si rimanda a HIRSCHMAN, *Exit, Voice and Loyalty*, Harvard, 1970; trad. it., *Lealtà, defezione e protesta: rimedi alla crisi delle imprese, dei partiti, dello Stato*, Milano, Bompiani, 1982. Sulla teoria di Hirschman, cfr. GALINO

In dottrina, si è messo in luce come l'ampliamento del fenomeno delle società ad azionariato diffuso, «e la dispersione dello stesso oltre i confini nazionali»¹¹⁰, sia corollario della costruzione, del funzionamento e dello sviluppo dei mercati finanziari¹¹¹. Tuttavia, si è ritenuto che a questi fenomeni non sia razionalmente e logicamente contiguo il disinteresse degli azionisti a prendere parte alle decisioni sociali¹¹².

A tal proposito, è appena il caso di segnalare che la struttura in cui si articola la *corporate governance* e gli strumenti endo-societari di tutela degli azionisti di minoranza ricoprono un ruolo nevralgico per la crescita dei mercati finanziari. Il rapporto potenza-atto è semplice: se le norme in tema di diritto societario tutelano adeguatamente gli azionisti di minoranza, il risparmio si convoglia verso le imprese attraverso la borsa e la proprietà azionaria e si estende, nonché sviluppa, il mercato azionario, parimenti, il binomio mercati azionari¹¹³ poco sviluppati-alta concentrazione degli assetti proprietari possono essere considerati indici di una loro insufficiente protezione¹¹⁴.

Nell'approdo dal testo originale del TUF a quello attuale, al fine di evitare di prodursi di siffatte situazioni di criticità, l'assetto delle norme poste a tutela degli azionisti di minoranza è stato oggetto di alcune significative riorganizzazioni. In tal senso, giova ricordare il tentativo di incrementare la contendibilità delle società per

E ZAMIGNI, *Dibattito su "Lealtà, defezione e protesta: rimedi alla crisi delle imprese, dei partiti, dello Stato, di Hirschman*, in "Stato e mercato", 1984, 155.

¹¹⁰ ABBADESSA, cit., 4.

¹¹¹ Nello stesso ordine di idee v. ABBADESSA, cit., 4.

¹¹² *Ibidem*.

¹¹³ In uno dei primi commenti della dottrina intorno al decreto attuativo della DSHR, si osserva come «la scommessa del legislatore italiano sui diritti di voce degli azionisti sia stata imposta a livello comunitario, ove, peraltro, la protezione delle minoranze in assemblea è vista, più che come un valore in sé, come un mezzo per accrescere l'efficienza delle imprese comunitarie e favorire l'integrazione del mercato dei capitali», GUERRIERI, cit., 517

¹¹⁴ Nello stesso senso v. il testo del discorso del Presidente della CONSOB al mercato finanziario, tenuto a Milano, il 9 maggio 2011, 9, e disponibile su www.consob.it.

mezzo di una nuova disciplina dell'OPA; sono stati introdotti istituti finalizzati alla tutela degli azionisti di minoranza¹¹⁵, già noti in altre esperienze giuridiche, come il diritto di esercitare l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori; si è operato per favorire la partecipazione degli azionisti alle vicende societarie¹¹⁶, intervenendo sulla regolazione in tema di convocazione dell'assemblea e sulle modalità di esercizio del diritto di voto¹¹⁷.

In particolare, il mutato assetto delle conoscenze tecnologiche e delle telecomunicazioni dovrebbe essere idoneo a superare la gamma degli ostacoli che «in passato obbligavano a tollerare il fenomeno dell'assenteismo degli azionisti come portato inevitabile dell'allargamento delle basi azionarie, anche oltre i confini nazionali»¹¹⁸.

Le società ad azionariato diffuso sono affette dalla c.d. apatia razionale, cioè dal fenomeno del volontario assenteismo dei soci dalle riunioni assembleari (per i

¹¹⁵ Strumenti sinteticamente richiamati nel discorso del Presidente della Consob, cit., 10.

¹¹⁶ Da ultimo con il d.lgs. 27/2010 che ha dato attuazione nel nostro ordinamento alla Direttiva 2007/36/CE.

¹¹⁷ Per quanto concerne il rapporto tra sviluppo del mercato azionario e assetti proprietari concentrati nell'esperienza italiana, il discorso del Presidente della Consob, (nb.), illustra una situazione per la quale con riferimento cronologico all'arco di tempo 1998-2010, a fronte di un calo di 8 punti percentuali del peso in termini di capitalizzazione, il numero di società controllate di diritto o di fatto si è incrementato da 156 a 178, mentre la partecipazione sociale media dell'azionista principale è rimasta, sostanzialmente stabile, passando dal 47 al 45 per cento. Inoltre, la presenza degli investitori istituzionali, nonostante le innovazioni introdotte nel corso degli anni nel TUF offrano loro un'ampia gamma di strumenti funzionali ad una partecipazione attiva degli stessi alle vicende societarie, è rimasta pressoché stabile negli ultimi dieci anni, salvo il mutamento della nazionalità di tali soggetti. Se nel 1998 tanto gli investitori istituzionali domestici che quelli esteri, titolari di partecipazioni sociali superiori al 2 per cento, erano presenti in una società quotata su quattro, alla fine del 2010, si registra una presenza degli investitori istituzionali stranieri in circa il 40 per cento delle società quotate italiane, mentre quelli nazionali sono fermi all'8 per cento. Per quanto concerne poi, il ruolo svolto dall'azionariato diffuso, e cioè coloro che detengono partecipazioni inferiori al 2 per cento, risulta pari al 37 per cento del capitale del 2010, di poco inferiore alla presenza che si registrava nel 1998. La proprietà azionaria fondata sulla "famiglia", la presenza nelle grandi imprese di forme di controllo piramidali o realizzate attraverso patti parasociali, la tendenza degli azionisti di riferimento a mantenere partecipazioni sociali superiori al 50 per cento, sono tutti elementi questi che hanno significativamente contribuito a determinare la perdurante situazione di stallo del mercato borsistico. Per un'approfondita analisi dei dati brevemente riportati v. la Relazione CONSOB per l'anno 2010, 77 ss, www.consob.it.

¹¹⁸ *Ibidem*.

motivi testé illustrati), tuttavia , sul presupposto che il recupero alla vita e all'organizzazione della società di tutti i soci che hanno il diritto di voto «corrisponda ad un interesse che va oltre quello del singolo investitore»¹¹⁹, la rivoluzione tecnologica dell'era di internet offre una serie di strumenti che «possono e debbono essere utilmente impiegati per rimuovere le barriere »¹²⁰ alla partecipazione dei soci alla formazione della volontà sociale.

E' appena il caso di ricordare che, nel corso degli ultimi anni, in una parte della letteratura giuridica sono emerse riflessioni sull'opportunità che tutti i soci possano esercitare direttamente i propri diritti ovvero possano vedere rafforzati le relative attribuzioni. I fautori di questa impostazione sostengono che una più ampia partecipazione dei soci, anche senza la capacità organizzativa dei c.d. investitori istituzionali, finirebbe con il produrre un controllo più stringente sulle vicende sociali, realizzando livelli di governo societario più efficienti e «costituendo in ultima istanza garanzia sull'affidamento nei mercati finanziari»¹²¹.

Muovendo dalla considerazione che nelle società ad azionariato diffuso l'assenteismo dei soci, spesso, si giustifica nell'ottica dei costi eccessivi che la partecipazione comporta, occorre valutare se la c.d. *exit strategy*, risultante dall'applicazione della *Wall street rule*, sia, in termini di costi, più conveniente dell'esercizio della *voice*. Da uno studio condotto dalla CONSOB¹²² è emerso come la possibilità dell'*exit* quale meccanismo di pressione, a volte, può non essere efficace. In tal senso, l'adozione dell'*exit strategy* comporta degli oneri, i c.d. costi di smobilizzo, che ne possono rendere l'uso, per gli investitori istituzionali, poco agevole; inoltre, il calo delle quotazioni ingenerato dalle vendite delle partecipazioni sociali potrebbe essere sostenuto tanto dall'estrazione di benefici privati di grande

¹¹⁹ *Ibidem.*

¹²⁰ *Ibidem.*

¹²¹ In tal senso e per i riferimenti bibliografici v. ABBADESSA, cit., 4. L'impostazione dottrinarica illustrata nel testo ha influenzato profondamente il legislatore europeo, v. il terzo considerando della Direttiva.

¹²² Studio cit..

entità quanto dall'ipotesi che la società non abbia bisogno di raccogliere capitale nel medio e/o nel breve periodo.

Nella consapevolezza della complessità del fenomeno della polverizzazione dell'azionariato, il legislatore europeo cerca di costruire una disciplina che consenta di rafforzare l'esercizio dei propri diritti da parte degli azionisti. Questa scelta, vale a dire facilitare l'esercizio del diritto di voto involge due profili in apparenza distanti fra di loro. Il primo profilo concerne la necessità di rendere concreto l'esercizio dei diritti, stante il fatto che l'esercizio stesso si riflette, poi, sul prezzo di acquisto delle azioni. Il secondo profilo attiene al fatto che la concreta manifestazione dei voti si traduce, anche e soprattutto, nel controllo effettivo da parte degli azionisti delle dinamiche della vita sociale, di conseguenza la stessa è il presupposto per un buon governo societario, e come tale dovrebbe essere facilitata e potenziata¹²³.

Per quanto concerne quest'ultimo profilo, in dottrina, si è osservato come il legislatore europeo si sia fatto carico di dettare norme orientate ad agevolare e rafforzare il buon governo societario, perché ha ritenuto le stesse funzionali alla soddisfazione degli obiettivi individuati dal Trattato¹²⁴. Muovendo, da questo punto di osservazione, si comprende e si giustifica, anche, l'interesse dichiarato dal legislator europeo a garantire l'esercizio *cross-border* del voto. In altri termini, l'esercizio concreto del voto da parte di quei soci che non risiedono nello Stato ove la società quotata ha fissato la propria sede legale è considerato uno strumento idoneo a realizzare un controllo effettivo da parte degli azionisti sulle vicende societarie. Allo stesso tempo, in sede di normativa europea, si ritiene che un incremento del buon governo societario possa diventare uno stimolo positivo per una maggiore caratterizzazione transfrontaliera dell'azionariato diffuso, dalla quale deriverebbe un rafforzamento della libera circolazione dei capitali¹²⁵.

¹²³ Nel senso del testo v. i considerando n. e n. della Direttiva. In dottrina v. ABBADESSA, cit., 5.

¹²⁴ Il rilievo in questione è di ABBADESSA, cit., 5, al quale, sia consentito, rimandare anche per i riferimenti bibliografici sul punto.

¹²⁵ Nel senso del testo v. le riflessioni di ABBADESSA, cit., 5.

Parimenti, il legislatore europeo si mostra consapevole del fatto che la creazione e il miglioramento degli strumenti e delle occasioni per l'esercizio del voto *cross-border*, avrà conseguenze significative sulle modalità di manifestazione del voto dei soci residenti nel Paese di origine della società quotata¹²⁶. Una parte della letteratura giuridica ha considerato il voto transfrontaliero, il grimaldello utilizzato dal legislatore europeo per novellare la materia dell'esercizio dei propri diritti da parte dei soci¹²⁷. In tal senso sembrano muovere i considerando della Direttiva: nel quinto considerando, dove il legislatore, muovendo dalla premessa che “*percentuali significative di azioni delle società quotate sono detenute da azionisti che non risiedono nel Paese membro nel quale la società ha la propria sede legale*” e dall'affermazione che “*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*”, perviene ad affermare il principio per il quale la rimozione degli ostacoli al voto transfrontaliero “*dovrebbe andare anche a vantaggio degli azionisti residenti che non intervengono o non possono intervenire, all'assemblea*”¹²⁸.

2.2. *Cenni generali sul contenuto della Direttiva.* Venendo, brevemente, ad un'analisi generale dei contenuti della Direttiva, la stessa, al fine di favorire un'efficiente funzionamento del voto transfrontaliero, contempla una serie di strumenti funzionali ad incoraggiare la partecipazione diretta o in via mediata degli azionisti, di conseguenza, atti, anche, a rafforzare la dialettica assembleare¹²⁹. *Rebus*

¹²⁶ Sul punto v. ABBADESSA, cit., 5.

¹²⁷ Per lo spunto nel testo v. ABBADESSA, cit., 5.

¹²⁸ A tal riguardo, da parte della dottrina, è stato puntualmente osservato che la «Direttiva sui diritti degli azionisti costituisce un ulteriore tassello nella progressiva attrazione del diritto delle società quotate, e non solo, al diritto comunitario», ABBADESSA, cit., 6. In ottica comparatistica, l'Autore rileva come molte delle novità introdotte con la Direttiva richiamino le scelte fatte sul punto dall'ordinamento americano con il quale il sistema europeo è in aperta competizione.

¹²⁹ Dallo studio della CONSOB, (nt), è emerso come nell'esperienza italiana si abbia ben poca considerazione, da parte degli azionisti, della riunione sociale come luogo di discussione e di confronto sulle vicende societarie. In particolare, questo studio individua quali cause di questo stato di cose: assetti proprietari e di controllo fortemente concentrati; alcuni fattori, come ad esempio i modelli di controlli,

sic stantibus, sembra si possa ascrivere alla Direttiva il merito di ribadire un principio di carattere generale del diritto societario, quello che vuole garantita la partecipazione dei soci alla formazione della volontà comune.

E' appena il caso di ricordare che, al fine dell'esercizio del voto transfrontaliero, e comunque dell'intervento a distanza all'assemblea, hanno un ruolo determinante sia gli strumenti di partecipazione passiva come l'uso delle deleghe di voto e/o il voto per corrispondenza che quelli che favoriscono una partecipazione attiva come l'uso della videoconferenza e/o del voto elettronico, per completezza, si ritiene utile spendere qualche parola sui meccanismi di intervento e di espressione diretta del voto a distanza, diversi dall'uso delle deleghe di voto cui è dedicato questo lavoro. A questo proposito, si deve osservare, in primo luogo, che i meccanismi di partecipazione a distanza erano contemplati in due articoli della Direttiva, nei quali si prevedeva che (art. 12) "gli Stati membri consentono alle società di offrire ai loro azionisti la possibilità di votare per corrispondenza prima dell'assemblea", e che (art. 8) la possibilità di intervento si concretizzava attraverso "la trasmissione in tempo reale"; la comunicazione a due vie, in tempo reale, che consenta agli azionisti di intervenire in assemblea da un'altra località"; oppure "tramite un meccanismo per esercitare il diritto di voto, prima dell'assemblea o durante il suo svolgimento, senza che sia necessario designare un rappresentante fisicamente presente alla stessa". L'impressione dei primi commenti sul punto è che il tono debole degli articoli, testé ricordati, finisca per «compromettere il raggiungimento dei propositi specificamente perseguiti dal legislatore comunitario», vale a dire l'impressione che si trae dalla loro lettura è quella che «il legislatore comunitario intervenga su questo punto lasciando troppo ampia discrezionalità non solo agli Stati membri, ma agli stessi emittenti.»¹³⁰.

Per quanto concerne le modalità di manifestazione del voto prima dell'assemblea, e specificamente il voto per corrispondenza, il cui utilizzo è rimesso

intrinseci del sistema; la concentrazione delle c.d. *proxy season*; la qualifica internazionale dell'Italia come *share-blocking country* e, da ultimo, un'anomala (rispetto alle altre esperienze internazionali) apatia degli investitori istituzionali domestici.

¹³⁰ Il virgolettato nel testo è di ABRIANI, cit., 4.

dalla Direttiva all'autonomia statutaria, ai fini dell'informazione, la Direttiva poneva l'obbligo di trasmettere agli azionisti le proposte sulle quali erano chiamati a deliberare (v. art. 5), e prevedeva che ai medesimi fosse consentito di presentare proprie proposte, anche di contenuto contrario, che dovevano, poi, essere portate a conoscenza di tutti i soci perché potessero valutarle e decidere *re cognita* (v. art. 6). Per quanto riguarda, la conoscenza da parte di chi non sia intervenuto personalmente all'assemblea delle decisioni prese, nella Direttiva si contemplava che le società dovessero accertare e rendere note: "le azioni per le quali siano stati espressi voti validi, la proporzione di capitale che tali voti rappresentano, il numero totale dei voti validamente espressi, nonché il numero di voti favorevoli e contrari alla delibera e, se applicabile, il numero delle astensioni" (art. 14). Inoltre, i risultati dei lavori assembleari dovevano essere resi pubblici, entro quindici giorni dalla conclusione degli stessi sul sito Internet della società.

Diversamente, a proposito dell'uso di strumenti informatici e telematici per partecipare all'assemblea, poiché questi consentono di ovviare alle difficoltà della contemporanea presenza fisica dei soci sia attraverso la manifestazione del voto direttamente in teleconferenza sia attraverso l'invio in tempi reali di «voti in senso lato "scritti" (e.mail; messaggi istantanei di testo in chat, compilazione di formulari, risposte a domande on-line, e così via)»¹³¹, ad indirizzare la formazione della volontà sociale sarà la discussione in seno all'assemblea, la possibilità di introdurre nuovi punti all'ordine del giorno, nonché il diritto di porre domande.

Come è stato evidenziato in dottrina, nell'impianto legislativo della Direttiva il passaggio dai considerando alla definizione delle norme positive sembra attribuire una doppia, e di segno contrario, identità all'assemblea. Sotto il profilo dell'espressione del voto prima dell'assemblea, la stessa appare come «mera occasione per l'espressione di un orientamento preformato», mentre, sotto il profilo della manifestazione del voto a distanza durante l'assemblea, a quest'ultima sembra che venga restituita la funzione precipua di «luogo di riunione degli azionisti dove deve effettivamente formarsi la volontà sociale». In questa prospettiva, si lascia

¹³¹ Così ABBADESSA, cit., 10.

apprezzare positivamente la decisione del legislatore europeo di rimettere all'autonomia statutaria la scelta tra i vari mezzi di espressione del diritto di voto. Tuttavia, sulla premessa del diverso ruolo che si verrebbe a configurare per l'assemblea, la dottrina riteneva più opportuno che la Direttiva avesse chiaramente introdotto le modalità di espressione del voto, fuori e durante l'assemblea, come alternative le une alle altre. «A maggior ragione ove si consideri che gli emittenti quotati non sono vincolati ad adottare almeno uno dei sistemi proposti, ma possono farlo o non farlo. E' quanto meno singolare che l'obiettivo prioritariamente perseguito dal legislatore comunitario – permettere l'esercizio transfrontaliero del voto – lasci poi ai singoli statuti delle società quotate la libertà di non permettere la partecipazione diretta ad opera degli azionisti»¹³².

Sulla premessa di voler favorire e garantire la partecipazione degli azionisti alle vicende societarie, il legislatore si è preoccupato di creare una cornice normativa¹³³ che fosse in grado di rimuovere gli ostacoli che si frapponivano alla possibilità per l'azionista di ricevere una concreta informazione preassembleare¹³⁴ e all'uso delle deleghe di voto, nonché di eliminare il blocco¹³⁵ alla circolazione dei titoli nell'immediatezza dell'assemblea e di favorire la partecipazione all'assemblea con mezzi elettronici e l'uso del voto per corrispondenza.

Non è questa la sede per un'analisi approfondita dei contenuti della Direttiva, qui ci si limiterà a richiamare, brevemente, le novità più significative, soprattutto nell'ottica dell'intervento e del voto in assemblea.

¹³² I virgolettati nel corpo del testo sono di ABBADESSA, cit.

¹³³ Recentemente la CONSOB ha comunicato che prenderà parte «alle assemblee delle principali società quotate al fine di verificare il regolare svolgimento dei lavori e le modalità di partecipazione realmente offerte agli azionisti di minoranza», così il Presidente della CONSOB nel discorso al mercato finanziario, cit., 11.

¹³⁴ Per quanto concerne le modalità e i tempi di circolazione delle informazioni pre-assembleari, l'indicazione data dal legislatore comunitario (21 gg prima dell'assemblea) ha tenuto conto della complessità delle catene di intermediari.

¹³⁵ Per ovviare a questo fenomeno, è stato introdotto un istituto noto all'esperienza americana, e cioè la c.d. data di registrazione (*record date*) che verrà illustrato nel prosieguo.

2.2.1. *L'informazione pre-assembleare.* Relativamente alla considerazione mostrata dalla Direttiva intorno alla informazione pre-assembleare, la letteratura giuridica ha osservato come la nuova regolazione sembra attribuire all'ordine del giorno dell'assemblea «quella funzione positiva che già Cesare Vivante»¹³⁶ gli riconosceva e che nell'attuale esperienza delle società quotate «può essere apprezzata come potere-dovere degli amministratori di fornire informazioni adeguate e speculare diritto degli azionisti di acquisire informazioni complete»¹³⁷ nel pieno rispetto del principio di parità di trattamento¹³⁸, indipendentemente dalla loro condizione di investitori domestici ovvero esteri, dalla loro allocazione nella compagine di maggioranza, di minoranza organizzata e/o qualificata, o meramente singoli azionisti medio-piccoli.

Peraltro, la dottrina ha segnalato come l'art. 5 della Direttiva fissi in capo alla società il dovere di una puntuale «informazione transattiva»¹³⁹, e cioè un dovere che si fonda sulla trasmissione di informazioni adeguate a consentire agli azionisti l'esercizio consapevole dei diritti sociali connessi¹⁴⁰ al diritto di voto, nonché del

¹³⁶ Il richiamo a Vivante è di ABRIANI, cit., 5.

¹³⁷ Ibidem. In altre parole, gli amministratori hanno il dovere di mettere a disposizione degli azionisti i dati informativi che consentano loro di esercitare un concreto monitoraggio dall'interno sulla gestione della società.

¹³⁸ A tal proposito, occorre ricordare che il principio di parità di trattamento tra azionisti, già cristallizzato nella seconda Direttiva comunitaria in materia societaria, è espressamente contemplato, nel nostro ordinamento, soltanto nell'art. 92 TUF, che obbliga gli emittenti quotati ad assicurare “il medesimo trattamento a tutti i portatori degli strumenti finanziari quotati che si trovino in identiche condizioni”. In particolare questo principio si innerva sul diritto di informazione dei soci, fissando in capo agli amministratori l'obbligo di garantire agli azionisti, sia di minoranza che di controllo, parità di condizioni nell'accesso alle informazioni sulla futura attività dell'impresa societaria.

¹³⁹ La definizione nel testo è di ABRIANI, cit., 5.

¹⁴⁰ Come ad esempio il diritto di integrazione dell'ordine del giorno, il diritto di presentare proposte di delibere, e il diritto di porre domande. Relativamente ai diritti sociali connessi al diritto di voto, in dottrina si è osservato che «il legislatore comunitario prefigura tutti [questi diritti] come attivabili già prima dell'assemblea e nella prospettiva virtuosa di un più partecipato, funzionale ed efficiente svolgimento dell'assise assembleare», ABRIANI, cit., 5. Con riferimento al diritto di presentare proposte di delibere, meglio di delibere alternative, già prima della Direttiva contemplato negli ordinamenti dei Paesi europei, nel solco della medesima assume un ruolo di comprimario nel potenziamento dei diritti degli azionisti, essendo previsto che “le proposte di delibera presentate dagli azionisti sono rese disponibili sul sito Internet non appena possibile dopo la ricezione da parte della società”, sul presupposto che è

diritto di voto stesso, sulla premessa che la stessa potrà avvalersi nell'adempimento di un siffatto dovere degli attuali strumenti tecnologici che favoriscono la diffusione immediata delle informazioni.

2.2.2. Uno sguardo di sintesi sulle norme in tema di rappresentanza assembleare. Venendo a considerare l'ambito del nostro studio, quello che più interessa della novità introdotte intorno alla regolazione di alcuni diritti degli azionisti, sono le norme in tema di delle deleghe di voto. In questa prospettiva, i rilievi preliminari da tener presenti possono così sintetizzarsi: introduzione dell'uso delle deleghe di voto elettroniche; rimozione delle limitazioni al numero di deleghe che possono essere raccolte, salva la possibilità di specifiche regole sul punto, rimozione dei vincoli ai soggetti che possono agire per delega, ferma la possibilità di introdurre delle deroghe con specifico riferimento al caso del delegato che si trova in conflitto di interessi.

Da quanto brevemente già detto, emerge come la Direttiva sia «ispirata a una tendenziale libertà nel concedere le deleghe di voto, come strumento indiretto di partecipazione»¹⁴¹. Questo atteggiamento del legislatore europeo rafforza la distonia tra le società quotate e le società azionarie di diritto comune¹⁴². A tal proposito, va osservato che lo scenario normativo che opera per il prototipo base delle s.p.a., e cioè le s.p.a. “chiuse”, rimane caratterizzato da un serie di limiti che per le quotate, vedremo nel prosieguo con quali effetti, sono stati soppressi dal d.lgs. 27/2010 che ha dato attuazione alla direttiva. Il nuovo testo normativo sarà oggetto di un'analisi approfondita nel corso del prossimo capitolo, qui basti sapere che per le società per azioni chiuse rimane invariato il regime di restrizione previsto con riferimento al conferimento delle deleghe di voto spontanee.

consentito agli stati membri di condizionare il suddetto diritto ad una partecipazione minima nella società che non superi il 5% del capitale..

¹⁴¹ La considerazione nel testo è di ABRIANI, cit., 14.

¹⁴² Sulla questione, in dottrina si è osservato che «la differenza tra società quotate e non quotate deriva da limiti intrinseci alla legge comunitaria, che conferisce all'esecutivo una delega diretta ad attuare la Direttiva entro il perimetro di applicazione della stessa, e dunque, nel caso in esame con riferimento alle società quotate» ABRIANI, cit., 14.

Dai primi commenti della dottrina intorno alla regolazione delle deleghe di voto proposta dalla Direttiva, si considera la stessa orientata a «garantire il buon governo societario attraverso un maggior controllo degli azionisti sulla gestione. Specificamente è questo l'intervento primariamente atto a rafforzare il ruolo degli intermediari che, per legge o per delega, esercitano i diritti di voto degli investitori che loro affidano i risparmi»¹⁴³. Questa considerazione è corroborata dal fatto che nella Direttiva si contempla che i principi in tema di delega trovano applicazione anche nelle ipotesi in cui «una persona fisica o giuridica, riconosciuta come azionista dalla legge applicabile, agisca, nel quadro di un'attività professionale, per conto di un'altra persona fisica o giuridica (il «cliente»).

2.3. *L'attivismo degli investitori istituzionali*. L'aspirazione a potenziare il ruolo degli intermediari istituzionali, in modo da rafforzare i diritti ed i poteri d'intervento dei soci, solleva la necessità di una riflessione su quale sia o sia stato il ruolo degli investitori istituzionali/intermediari finanziari negli ultimi anni nel mercato finanziario¹⁴⁴. D'altronde, com'è noto, proprio questo interrogativo attualmente costituisce uno dei temi di maggior dibattito del diritto societario. Per quanto direttamente rileva intorno alla possibilità che gli intermediari/investitori istituzionali possano, con il proprio voto, condizionare la *governance* della società va osservato che dalla policromia degli interessi di cui gli stessi sono titolari, nonché dalla varietà e dalla difficoltà degli atti funzionali all'esercizio dei diritti sociali, e specificamente del diritto di voto, emergono alcune problematiche tradizionali del

¹⁴³ ABBADESSA, cit., 12.

¹⁴⁴ Dinanzi alla crisi finanziaria-economica che recentemente ha sconvolto e sta sconvolgendo la realtà dei mercati finanziari, una parte della letteratura giuridica si è interrogata sulla funzione, positiva, che gli intermediari finanziari possono o potrebbero svolgere relativamente alla governance delle società, vale a dire se agli stessi può o potrebbe essere attribuito il ruolo di «efficaci *gatekeepers*» considerando che «la crescita senza regole della finanza e la sua radicata attitudine alla ricerca del risultato di breve periodo vengono additate tra le principali ragioni e responsabilità della» suddetta crisi. Il virgolettato nella nota è di ABBADESSA, cit., 13.

diritto societario, e cioè il conflitto di interessi e la dissociazione fra proprietà e diritto di voto¹⁴⁵.

In particolare, da un recente studio empirico della Banca d'Italia sulla questione¹⁴⁶, è emerso che l'incremento della presenza degli investitori istituzionali nella compagine azionaria delle società a capitale diffuso (soprattutto a partire dagli anni '90) non ha prodotto un potenziamento rilevante del controllo degli stessi sulla governance societaria. Salvo la realtà particolare rappresentata dagli *hedge funds*, gli investitori istituzionali statunitensi (ma anche quelli europei) sembrano scegliere maggiormente la possibilità dell'*exit* a quella della voce, e cioè la c.d. *Wall Street Rule* all'intervento in assemblea finalizzato a partecipare attivamente alla formazione della volontà sociale. Ciò che qui interessa sottolineare è che, nel contesto americano, questo *modus operandi* è rimasto costante nonostante i numerosi interventi della SEC volti a favorire l'uso delle deleghe di voto e ad imporre agli investitori istituzionali di manifestare i loro orientamenti di voto.

2.3.a. Negli Stati Uniti. Ferma, in quella realtà, la diffusione dell'attivismo degli investitori istituzionali, credo che il sistema americano sia noto a tutti nei suoi presupposti operativi, nell'articolazione dei relativi strumenti di funzionamento, e nei principi normativi che vi presiedono, il che mi consente di non dover illustrarne compiutamente la disciplina in tema di esercizio dei diritti amministrativi, e di poterlo utilizzare come osservatorio privilegiato per individuare gli ostacoli che si frappongono all'attivismo degli investitori istituzionali.

Da alcuni studi intorno all'atteggiamento degli investitori istituzionali statunitensi, si evince come gli ostacoli che limitano l'interesse alla partecipazione

¹⁴⁵ Nel senso del testo e per un'analisi dettagliata, anche in ottica comparatistica, dell'attivismo degli investitori istituzionali v, *ex pluribus*, CALANDRA BONAURA, Relazione tenuta a Roma il 31 gennaio 2009 nell'ambito dell'incontro organizzato per la costituzione dell'associazione "Orizzonti del Diritto Commerciale" e dedicata al tema "*I poteri dei soci nelle società quotate*", in *Giur. Comm.*, I, 2009, 867 ss; su www.orizzontideldirittocommerciale.it.

¹⁴⁶ SANTELLA, BAFFI, DRAGO E LATTUCA, *A comparative Analysis of the Legal Obstacles to Institutional Investors Activism in Europe and in the US*, www.ssrn.com.

attiva degli stessi alla vita sociale siano essenzialmente riconducibili a tre ordini di motivi¹⁴⁷.

Il primo ordine attiene agli alti costi che gli investitori dovrebbero affrontare per un più efficiente monitoraggio delle modalità di gestione della società della quale sono azionisti, costi che generalmente si giustificano solo in occasione dell'esercizio dei diritti amministrativi, specificamente del diritto di voto, relativamente a quelle decisioni che si caratterizzano per avere un'influenza diretta sul flottante dei titoli (ad esempio le deliberazioni funzionali a contrastare un'OPA) e che come tali, permettono di avere «una più immediata percezione del vantaggio economico ricavabile da un esercizio coordinato ed aggregato dei diritti di voto rispetto ai costi che comporta»¹⁴⁸.

Il secondo ordine di motivi concerne i conflitti di interessi attribuibili a larga parte degli investitori istituzionali. Nel caso più tipico, e relativamente più semplice, il ruolo degli investitori istituzionali è ricoperto da soggetti bancari o assicurativi e «risultano condizionati nei loro comportamenti dalla riluttanza ad assumere posizioni critiche o antagonistiche nei confronti di società clienti o potenziali clienti [...]e, nello stesso tempo, dal timore che atteggiamenti antagonistici assunti nei confronti di soggetti che siano clienti di altri li possa esporre a ritorsioni»¹⁴⁹.

Al terzo ordine di motivi è ascrivibile il fatto che mancano i presupposti necessari a consentire un intervento efficace da parte degli investitori istituzionali, e cioè: gli stessi manifestano, spesso, limitate competenze assembleari, mancano norme che prevedano la possibilità per la minoranza azionaria di esprimere propri rappresentanti in seno al consiglio di amministrazione, e in ultimo, è rimesso solo al

¹⁴⁷ *Ex aliis*, v. GILLAN-STARKS, *The Evolution of Shareholders Activism in the United States*, www.ssrn.com.

¹⁴⁸ Così e per un'approfondita disamina della questione v. CALANDRA BONAURA, cit., 15.

¹⁴⁹ Il virgolettato nel testo è di CALANDRA BONAURA, cit., 16.

C.d.A. il potere di iniziativa relativamente alle decisioni di competenza dell'assemblea¹⁵⁰.

Per il vero, recentemente, l'ordinamento americano è stato interessato da una riforma che ha introdotto anche per i soci, in occasione del rinnovo del C.d.A., il potere di presentare propri candidati. Sul punto bisogna fare un passo indietro e ricordare come nella prassi societaria del *Delaware*, lo stato dove hanno la sede legale la maggioranza delle società quotate americane, emergevano fondamentalmente tre motivi che inducevano gli investitori istituzionali ad un atteggiamento passivo nell'ipotesi del rinnovo dei membri del *board*: il sistema delle deleghe di voto, il quorum richiesto per la nomina degli amministratori, e la discrezionalità dei *brokers* nel votare le azioni detenute per conto degli azionisti. Per quanto concerne il primo profilo, in occasione delle assemblee annuali delle società quotate, la maggioranza degli azionisti non partecipa fisicamente alle stesse ma ricorre all'uso delle procure di voto. I membri del *board* in carica, tuttavia, godono di un ampio vantaggio rispetto agli azionisti in merito alle proposte da sottoporre ai medesimi. Solo il *board*, infatti, può inviare agli azionisti *proxy solicitations* a spese della società, includendo nella delega una propria indicazione di voto. Nell'ipotesi specifica dell'elezione degli amministratori, questo il suddetto potere determinava per il *board* "da rinnovare" una modalità agevole ed economica per far circolare i moduli di raccolta di voti dove si indicavano esclusivamente i nomi dei candidati "di fiducia" (nella maggior parte dei casi le indicazioni coincidevano con i membri

¹⁵⁰ A tale riguardo si deve precisare che i soci hanno la facoltà di predisporre proposte e di sottoporle, poi, all'approvazione dell'assemblea. E questo *modus operandi* è spesso utilizzato, ad esempio, per la rimozione delle difese anti-scalata, tuttavia, le suddette proposte, anche qualora dovessero essere deliberate, non hanno carattere vincolante e si "tramutano" in meri strumenti di pressione sul C.d.A. perché lo stesso le realizzi. Inoltre, va segnalato che, almeno nell'esperienza nord-americana, il potere degli investitori istituzionali di orientare il voto, di coagulare sulla loro proposta anche il voto di altri azionisti, si è manifestato particolarmente efficace in riferimento a un caso specifico, e cioè quello di voto contrario alle proposte del C.d.A, anche e soprattutto in considerazione dell'«effetto reputazionale di significativo voto contrario», e cioè gli amministratori sono certamente più sensibili ad un aumento del dissenso degli azionisti manifestato in assemblea che non all'andamento dei titoli azionari (sul quale incide l'exit degli azionisti), il quale di per sé indice sulla sfera di interessi degli amministratori solo nella misura in cui questi ultimi siano anche azionisti di maggioranza della società. Non è questo il caso delle società ad azionariato ampiamente diffuso, dove solitamente gli amministratori non controllano che quote minime del capitale sociale. Il virgolettato nel testo è di CALANDRA BONAURA, cit., 16.

uscenti del C.d.A.). Gli azionisti avevano limitate possibilità di proporre candidati alternativi. Sotto un primo profilo, era rimessa agli amministratori (uscenti) la scelta di inserire o meno nei *proxy statements* della società i candidati alla carica di membro del *board* graditi agli azionisti. Sotto un secondo profilo, quest'ultimi potevano "armare", ma sopportandone l'onere economico, una *proxy fights* e far circolare indipendentemente le loro indicazioni per la nomina a membro del C.d.a. Tuttavia, i costi di questa procedura «sono proibitivi anche per i più importanti investitori istituzionali»¹⁵¹, e spesso a questi devono aggiungere anche ostacoli procedurali, quali la possibilità di ricostruire tempestivamente la mappa aggiornata dell'azionariato con diritto di voto al quale inviare le suddette proposte. Di conseguenza, nella maggior parte delle ipotesi di rinnovo dei membri del C.d.A., gli unici candidati a concorrere erano i soggetti graditi al *board*¹⁵².

Per quanto concerne il *quorum* necessario ad eleggere gli amministratori, recentemente, accogliendo le istanze avanzate in questo senso dagli investitori istituzionali, è stato introdotto il sistema del "*majority voting*"¹⁵³. L'applicazione di quest'ultimo sistema dovrebbe consentire solo ai candidati cui riesca di intercettare la maggioranza dei voti delle azioni rappresentate di entrare a far parte del C.d.A. Tuttavia, con riferimento alle modalità operative del *majority voting*, negli statuti delle società si ritraccia un modello affievolito del medesimo, vale a dire qualora i candidati non riescano ad ottenere la maggioranza assoluta dei voti sono tenuti a presentare una lettera di rinuncia all'incarico, ma è nella discrezione del C.d.A. accettare o rifiutare la stessa.

¹⁵¹ Il rilievo nel testo è di VENTORUZZO, Negli USA: *amministratori per grazia del board o volontà degli azionisti?*, www.nedcommunity.com

¹⁵² Nell'agosto del 2009, il legislatore del *Delaware* ha introdotto nella *Corporation Law* una nuova norma, la *Section 112* rubricata "*access to proxy solicitation material*", con la quale rimette all'autonomia statutaria la possibilità di riconoscere agli azionisti il potere di far includere nei *proxy statements* ,predisposti dagli amministratori in occasione del rinnovo del *board*, candidati a loro graditi affianco a quelli "di fiducia" degli amministratori uscenti. Il nuovo testo della *Corporation Law* è consultabile su <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc01/index.shtml>

¹⁵³ Per un approfondimento della questione v. SJOSTROM JR-KIM, MAJORITY, *Voting for the election of Directors*, www.ssrn.com

Da ultimo, a proposito del ruolo dei *brokers*, almeno sino al 2009, questi potevano esprimere liberamente il voto, in nome e per conto, dei propri clienti qualora quest'ultimi non avessero rilasciato specifiche indicazioni di voto. Generalmente, l'atteggiamento dei broker è di assoluto favore a votare i candidati espressione del C.d.A. in carica.

Quella che alla fine si mostrava per essere una peculiare modalità di affermazione autoreferenziale degli amministratori poteva essere fronteggiata solo dalla “*Wall Street Rule*”, ma non sempre la possibilità di liquidare la propria partecipazione azionaria si rivelava economicamente conveniente, così da intensificarsi le istanze per una maggiore attenzione a forme attive di partecipazione alla democrazia societaria.

Dinnanzi a questo quadro normativo, in data 25 agosto 2010, la SEC, al fine di agevolare l'esercizio del voto da parte degli azionisti nei casi di rinnovo dei membri del *board*, ha modificato la *Rule* 14a-8¹⁵⁴ imponendo alle società di includere nelle *proxy solicitations*, in occasione dell'elezione degli amministratori, accanto ai candidati espressi dal *board* quelli prescelti da azionisti che siano titolari di almeno il 3% delle azioni ordinarie e che abbiano lo status di socio almeno tre anni¹⁵⁵.

Rimanendo nella prospettiva di un'attenuazione del forte potere degli amministratori in occasione del rinnovo del *board*, recentemente, la possibilità del suddetto voto discrezionale da parte dei *brokers* è stata soppressa dal *NYSE*¹⁵⁶.

¹⁵⁴ Il nuovo testo è disponibile su www.sec.gov/interp/legals/cfs14.htm

¹⁵⁵ « Nominating a director candidate is not the same as electing a candidate to the board. I have great faith in the collective wisdom of shareholders to determine which competing candidates will best fulfill the responsibilities of serving as a director. The critical point is that shareholders have the ability to make this choice. »così, SCHAPIRO, *Chairman SEC*, <http://www.advancedtrading.com/regulations/227100029>

¹⁵⁶ «The goal of the *NYSE* has been to not allow the broker to vote on any proposal that substantially affects the rights of shareholders». «As mentioned in the report, today the election of directors is simply too important to ever be considered routine, even when the election is uncontested. Shareholder voting on the election of directors is a critical component of good corporate governance», così *NYSE President and Co-COO C. KINNEY*,

Chiusa questa breve digressione sull'attivismo¹⁵⁷ e soprattutto sugli ostacoli legali all'attivismo degli investitori istituzionali statunitensi¹⁵⁸, la quale, come già accennato, potrà fornire spunti di riflessione lungo il prosieguo del lavoro, mi sembra opportuno passare ad analizzare da vicino il fenomeno dell'esercizio del diritto di voto da parte degli investitori istituzionali italiani¹⁵⁹.

<http://www.nyse.com/about/publication/1164799108175.html>; sulla questione v. “*Report and recommendations of the proxy working group to the New York Stock Exchange*, 7, 2006, http://www.nyse.com/pdfs/PWG_REPORT.pdf; il documento della SEC relativo alla modifica della NYSE RULE 452 in tema di voto dei *brokers* è reperibile su www.sec.gov/rules/sro/nyse/2009/34-60215.pdf. Sul punto «how Delaware’s role as arbiter of the shareholder/manager relationship is likely to evolve in the new environment», VERRET, *Defending Against Shareholder Proxy Access: Delaware’s Future Reviewing Company Defenses in the Era of Dodd-Frank*, www.ssrn.it.

¹⁵⁷ Recentemente la letteratura giuridica americana ha focalizzato la sua attenzione sulle forme di attivismo di una determinata categoria di investitori istituzionali, gli *hedge funds*. In particolare il loro dinamismo si è articolato su più piani quali: un atteggiamento pubblico di aperta critica sui risultati raggiunti del *board* delle società partecipate, il più delle volte ritenuti assolutamente inefficienti, l'avvio di sollecitazioni di deleghe di voto finalizzate all'elezione nei C.d.A. di candidati loro graditi, la partecipazioni ad operazioni volte a mutare la composizione soggettiva del gruppo degli azionisti di controllo, l'esercizio di azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori. In queste, come in altre situazioni funzionali ad una loro concreta partecipazione alle vicende sociali, i fondi speculativi sono stati in grado di catalizzare anche l'interesse ad una maggiore partecipazione degli altri fondi istituzionali. Tuttavia, quella forma di apatia che generalmente si imputa agli investitori istituzionali, è riemersa anche per gli hedge funds per il loro comportamento intorno alla *corporate governance*. Inoltre, l'interesse dei fondi speculativi ad incrementare il valore della propria partecipazione nel breve periodo collima con quello di altre “tipologie di azionisti”(ad esempio, i fondi pensione) maggiormente interessate ad una crescita del valore della partecipazione di lungo periodo, e questo conflitto latente finisce per riverberarsi sugli amministratori che si trovano a dover privilegiare una delle due posizioni. La crisi finanziaria ha evidenziato la necessità che gli investitori istituzionali Per un approfondimento dell'analisi dell'attivismo degli *hedge funds* v. CALANDRA BONAURA, cit. 20; PARTNOY-THOMAS, *Gap Filling, Hedge Funds and Financial Innovation*, 2006, 31 ss, www.ssrn.com; KAHAN –ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, 2006; ID., *Hedge Fund Activism in Enforcement of Bondholder Rights*, 2008; reperibili su http://www.ecgi.org/wp/wp_id.php?id=215; per un'analisi economica e ricca di dati empirici, da ultimo, v. ARMOUR-CHEFFINS, *The Rise and Fall (?) of Shareholder Activism by Hedge Funds*, 2009, (abstract), http://www.ecgi.org/wp/search_title.php?title=hedge+funds&submit3.x=29&submit3.y=7&submit3=search

¹⁵⁸ A partire dal luglio del 2010, nel Regno Unito, è stato adottato il Codice *Stewardship* che si prefigge come obiettivo quello di rafforzare, e al contempo rendere più efficiente, la partecipazione degli investitori istituzionali alle vicende societarie, v. www.frc.org.uk

¹⁵⁹ La Relazione CONSOB per l'anno 2010, sulla scorta della raccolta dei dati sulla partecipazione in assemblea degli investitori istituzionali, evidenzia una distonia di comportamento tra investitori istituzionali italiani e quelli esteri. «La quota media degli investitori istituzionali che hanno partecipato alle assemblee del 2009 è pari alla 3,7% del capitale rappresentato in assemblea, con una quota di pertinenza

2.3.b. *In Italia*. Salvo isolati episodi¹⁶⁰, la prassi degli investitori istituzionali italiani relativamente all'esercizio del voto presenta un scenario più avvilente¹⁶¹ di quello americano. In particolare, sembra che agli stessi sia ascrivibile il demerito di non essere riusciti a svolgere il ruolo di catalizzatori delle scelte di voto, al quale aveva pensato il legislatore quando nel TUF ha predisposto le norme in tema di minoranza azionaria, ovvero quando ha introdotto la figura dell'amministratore espresso dalla minoranza¹⁶².

Dal confronto con l'esperienza americana, emerge che a fronte di una situazione normativa di maggior favore per l'attivismo degli investitori istituzionali, in Italia, si registra un dato empirico quello della concentrazione della struttura proprietaria delle società quotate e ad azionariato diffuso, che rileva quale barriera al medesimo¹⁶³. Sulla premessa che sussiste una connessione fra gli assetti proprietari e l'esercizio del voto degli investitori, la tesi¹⁶⁴ qui condivisa afferma che il mercato italiano si contraddistingue per la diffusa partecipazione di «società a proprietà concentrata che rende ininfluenza il peso del voto esercitato dagli intermediari istituzionali»¹⁶⁵. Sull'apatia degli investitori istituzionali che si è appena tratteggiata

degli investitori esteri del 3 per cento. Il valore mediano invece risulta zero per entrambe le categorie di investitori istituzionali. In media, sono intervenuti in assemblea 68 azionisti, di cui 30 investitori istituzionali. Tuttavia, il valore mediano del numero di investitori istituzionali pari a zero, indica che in più della metà delle società quotate italiane non è intervenuto nessun investitore istituzionale.» Inoltre, dall'analisi dei dati relativi alle società di maggiori dimensioni emerge un maggior attivismo da parte degli investitori istituzionali esteri. In particolare, se in media gli investitori istituzionali che hanno preso parte alle assemblee rappresentavano il 7,50 per cento del capitale presente nelle stesse, la quota parte di questo pari al 6,55% (la quasi totalità), apparteneva agli investitori istituzionali esteri.

¹⁶⁰ Per una breve sintesi degli stessi v. CALANDRA BONAURA, cit., 21.

¹⁶¹ La considerazione è di CALANDRA BONAURA, cit., 22.

¹⁶² Queste stesse esigenze, oggi, hanno ispirato il contenuto della Direttiva 2007/36/CE.

¹⁶³ A questo si aggiungono le «caratteristiche del mercato [che] sono decisamente più pesanti», CALANDRA BONAURA, cit., 23.

¹⁶⁴ Esemplare su quest'impostazione uno studio condotto da BIANCHI-ENRIQUES, *Corporate Governance in Italy after the 1998 reform: what role for institutional investors?*, Consob-Quaderni di Finanza n. 43, 2001.

¹⁶⁵ CALANDRA BONAURA, cit., 24.

incide in modo rilevante, soprattutto per quelli esteri, il fatto che spesso questi hanno a disposizione informazioni assai carenti sulle scelte gestionali e sulla governance delle società, nonché la sensazione che manchi trasparenza intorno ai processi decisionali¹⁶⁶. Logicamente contiguo a queste considerazioni è tanto il comportamento di imparzialità che spesso caratterizza gli investitori istituzionali quanto la manifestazione, in assemblea, del voto contrario da parte dei delegati degli investitori istituzionali, anche al fine di evitare una «corresponsabilizzazione nelle decisioni delle società partecipate che potrebbe esporli a censura da parte di coloro dei cui interessi sono portatori»¹⁶⁷.

Peraltro, è il caso di puntualizzare che per gli investitori istituzionali italiani il clima dei fenomeni delle informazioni sociali potrebbe essere migliore, tuttavia, presentano il medesimo atteggiamento apatico perché, appartenendo nella gran parte dei casi a gruppi bancari e/o assicurativi, vengono a trovarsi in quella condizione di conflitto di interessi che impedisce concrete forme di opposizione e che abbiamo, già, visto essere un ostacolo anche all'attivismo degli investitori istituzionali domestici nell'ambito dell'esperienza statunitense¹⁶⁸.

Sullo sfondo rimane ancora un interrogativo in merito agli investitori istituzionali stranieri e specificamente, considerando l'incremento del peso degli stessi nelle partecipazioni azionarie italiane, può l'ipotesi di informazione carente giustificare da sola l'assunzione di atteggiamenti simili a quelli degli investitori domestici? La letteratura giuridica ha evidenziato una serie di disposizioni normative che in ultima istanza si comportano da barriere all'attivismo degli investitori istituzionali esteri, in modo particolare limitando la loro capacità aggregativa. Su questa direzione, brevemente, si possono ricordare: le norme che regolano il fenomeno dei patti parasociali (v. art. 122 TUF) e che impongono di comunicare immediatamente all'esterno anche un mero coordinamento strategico che sarebbe utile conservare confidenziale; la regolazione degli acquisti di concerto con specifico

¹⁶⁶ Nello stesso senso del testo v. CALANDRA BONAURA, (nt.), cit. 25.

¹⁶⁷ Così CALANDRA BONAURA, cit., 26.

¹⁶⁸ Per un approfondimento della questione v. CALANDRA BONAURA, cit. 27.

riferimento all'ipotesi contemplata dall'art. 101-bis, 4° comma, lett. a) ed e); divieto del voto segreto¹⁶⁹ e l'uso del voto per corrispondenza rimesso all'autonomia statutaria¹⁷⁰.

2.4. *Le deleghe di voto "spontanee"*. Esplorato, seppur brevemente, l'interesse del legislatore comunitario a coinvolgere gli investitori istituzionali alla realizzazione di un controllo effettivo delle vicende sociali finalizzato al raggiungimento di un buon governo societario, occorre a questo punto richiamare i punti essenziali della regolazione dell'uso delle deleghe di voto proposta dalla Direttiva. In tal senso, la Direttiva afferma e chiarisce che "il buon governo societario richiede procedure agevoli ed efficienti per l'esercizio del voto per delega". La realizzazione di questo obiettivo comporta l'eliminazione di quelle limitazioni e di quei vincoli che potrebbero disincentivare l'utilizzo delle deleghe, rendendo lo stesso, ad un tempo, farraginoso e oneroso¹⁷¹.

Tuttavia, va qui osservato che il buon governo societario involge anche il contemperamento dell'esigenza di predisporre opportune salvaguardie contro

¹⁶⁹ Un profilo della regolazione del voto per delega rilevante sul comportamento degli investitori istituzionale, nell'esperienza nordamericana, è appunto quello della segretezza del voto. La questione del *confidential voting* ha assunto un'ampia rilevanza negli anni ottanta, quando ha ottenuto l'appoggio di molti investitori istituzionali. Obiettivo delle proposte dirette ad introdurre il voto segreto nelle assemblee delle società ad azionariato polverizzato era quello di ridurre la posizione di vantaggio in cui venivano a trovarsi gli amministratori durante la raccolta delle deleghe. Tuttavia, da uno studio condotto sugli statuti delle società che sulla scorta dell'istanze degli investitori istituzionali, hanno introdotto il voto segreto è emerso come lo stesso «*does not effect firms' stock performance. The results suggest that institutional investor initiatives directed at confidential voting are not a fruitful allocation of investors' resources*», ROMANO, *Does Confidential Proxy Voting Matter?*, www.ssrn.com, *abstract*.

¹⁷⁰ Per le considerazioni svolte nel testo e per una puntuale analisi dell'attivismo dell'ipotesi specifica dei fondi pensione, entrati a regime solo dal 2007, v. CALANDRA BONAURA, cit., 27. Qui interessa ricordare che nel caso dei fondi pensione il diritto di voto è attribuito "in ogni caso" al fondo e non al gestore che dovrà, quindi, conferire la delega al fondo per l'esercizio dello stesso. Questa norma volta ad evitare quelle forme di conflitti di interessi di cui si è già dato ampiamente conto nel testo, e cioè quelle dovute alla possibile appartenenza del fondo ad un gruppo bancario e/o assicurativo potrebbe, tuttavia, produrne altre a causa della «composizione degli organi amministrativi dei fondi pensione che risponde ad un criterio rappresentativo di partecipazione delle categorie interessate e che potrebbe comportare (secondo quanto ci viene riferito dall'esperienza statunitense) una sovrapposizione degli interessi dei lavoratori e delle loro rappresentanze sindacali all'interesse del fondo quale investitore», CALANDRA BONAURA, cit., 28.

¹⁷¹ In questo senso v. il decimo considerando della Direttiva.

eventuali abusi dell'uso delle deleghe di voto. Questo vuol dire, nella prospettiva suggerita dalla Direttiva, che il delegato “*dovrebbe essere tenuto ad osservare le istruzioni eventualmente ricevute dall'azionista e gli Stati membri dovrebbero avere la possibilità di introdurre misure appropriate per garantire che il rappresentante non persegua interessi diversi da quelli dell'azionista, indipendentemente dal motivo che ha dato origine al conflitto di interessi*”¹⁷². Sulla scorta di questa indicazione, si chiedeva ai legislatori nazionali di analizzare attentamente la normativa interna ai loro Paesi, per valutare se i regimi da questi adottati e finalizzati a disciplinare l'attività dei soggetti che sollecitano deleghe o che abbiano di fatto raccolto più di un determinato e significativo numero di deleghe, contengano strumenti contro i possibili abusi relativi all'esercizio delle deleghe di voto. Qualora, dall'analisi condotta, dovesse risultare l'assenza di meccanismi idonei a fronteggiare eventuali pratiche illecite sulle procure di voto, i legislatori si dovevano ad attivare per predisporre un sistema normativo in grado di garantire un livello adeguato di affidabilità e trasparenza del c.d. *proxy voting*.

Sulla questione dei limiti soggettivi che rendono difficile e costoso l'uso delle deleghe, il decimo considerando della Direttiva, come linea guida, dispone in capo agli azionisti il potere illimitato di designare le persone, le quali abbiano sollecitato deleghe o che abbiano di fatto raccolto più di un determinato e significativo numero di deleghe, come rappresentanti incaricati di intervenire e votare a loro nome in assemblea. Sotto il profilo del *modus agendi* di questi ultimi, il legislatore europeo non intende inasprire i controlli sull'operato degli stessi ovvero allargare e/o aggravare le sanzioni che gli Stati membri possano applicare a tali soggetti, quando i voti siano stati espressi facendo un uso fraudolento delle deleghe raccolte. Nella stessa prospettiva, la Direttiva non assegna alle società alcun compito di verifica sul fatto che i rappresentati esprimano o meno il voto conformemente alle istruzioni di voto impartite dall'azionista che essi rappresentano.

¹⁷² *Ibidem*.

Non potendo prevedere come la normativa interna dei singoli Stati membri si sarebbe assestata intorno all'attuazione del contenuto della Direttiva, il legislatore europeo, consapevole che nel caso specifico in cui siano coinvolti intermediari finanziari, l'efficacia del voto delegato dipende in ampia misura dall'efficienza della catena di intermediari, e considerato che gli investitori spesso non sono nelle condizioni per esercitare i diritti di voto corrispondenti alle loro azioni senza la cooperazione di ogni intermediario della catena¹⁷³, ha segnatamente espresso il proprio convincimento che per consentire all'investitore di esercitare i propri diritti di voto *cross-border* è importante che gli intermediari facilitino l'esercizio dei diritti di voto¹⁷⁴.

Esaurita la sintetica rassegna testé condotta sui considerando della Direttiva, intendo ora analizzare, per entrare nel vivo dell'argomento prescelto, gli articoli della stessa relativi allo specifico fenomeno del voto per delega, e cioè al « *potere conferito ad una persona fisica o giuridica da un'azionista di esercitare in assemblea alcuni o tutti i diritti di tale azionista in nome di questo* »¹⁷⁵.

A questo proposito, in primo luogo, si deve osservare che la Direttiva impone l'adozione della regola della rappresentanza come regola generale, vale a dire riconosce a ciascun azionista il « *diritto di designare una persona fisica o giuridica come rappresentante incaricato di intervenire e votare a suo nome in assemblea* », e nella stessa prospettiva, si attribuiscono a quest'ultimo gli stessi « *diritti di intervenire e di porre domande in assemblea di cui godrebbe l'azionista rappresentato* »¹⁷⁶.

¹⁷³ «che potrebbe non avere interesse economico nelle azioni», così l'undicesimo considerando della Direttiva.

¹⁷⁴ L'undicesimo considerando della Direttiva invita la Commissione a considerare ulteriormente la questione nel quadro di una raccomandazione, in modo da garantire agli investitori, che lo vogliano, la possibilità di poter accedere a servizi per l'esercizio del voto efficaci, nonché che quest'ultimo venga esercitato in conformità delle loro istruzioni.

¹⁷⁵ Art. 2 della Direttiva.

¹⁷⁶ Art. 10, 1° comma, Direttiva.

Sotto il profilo dei limiti soggettivi, l'art. 10 della Direttiva contempla l'abrogazione da parte degli Stati membri delle «norme giuridiche che limitano, o consentano alle società di limitare, l'idoneità di persone ad essere designate come rappresentanti», tuttavia, è rimessa agli stessi la facoltà di «limitare la designazione di un rappresentante a una singola assemblea o alle assemblee che si svolgono in un determinato periodo» e quella di «limitare il numero di persone che l'azionista può designare come rappresentanti per una determinata assemblea». Con riferimento alla possibilità che l'azionista possieda «azioni di una società detenute in più di un conto titoli», detta limitazione *«non impedisce all'azionista di designare per una determinata assemblea un distinto rappresentante con riferimento alle azioni detenute in ciascun conto titoli»*, senza che ciò pregiudichi *«le regole previste dalla legge applicabile che vietano di votare in modo differenziato per azioni detenute dallo stesso azionista»*¹⁷⁷.

Le limitazioni soggettive, di cui stiamo discorrendo, presentano una questione di particolare delicatezza, vale a dire l'ipotesi di un potenziale conflitto di interesse¹⁷⁸ tra il rappresentante e l'azionista nell'interesse del quale il rappresentato è tenuto ad agire. Si tratta a questo punto di spiegare più da vicino l'unico caso in cui la Direttiva consente alle società di limitare l'esercizio del voto per delega da parte degli azionisti, orientando la scelta dei vincoli applicabili al voto per delega in conflitto di interessi.

Rimanendo nel contesto dei limiti relativi all'attribuzione delle deleghe di voto, la Direttiva dispone che un soggetto che agisca in qualità di rappresentante può ricevere deleghe da parte di più di un azionista, senza limitazioni riguardo al numero degli azionisti rappresentati, consentendo, inoltre, che un rappresentante che detenga le deleghe di più azionisti possa esprimere per un azionista un voto diverso da quello espresso per un altro.

¹⁷⁷ Questa disposizione del legislatore europeo involge la questione della legittimità del c.d. voto divergente che verrà affrontata nel parte del lavoro dedicata all'analisi del decreto attuativo della Direttiva.

¹⁷⁸ Nei paragrafi precedenti si è illustrata dettagliatamente la forza dissuasiva del conflitto di interesse relativamente all'attivismo degli investitori istituzionali.

Al fine di agevolare e rendere meno oneroso tanto la nomina quanto la notifica alla società del rappresentante, gli Stati membri devono consentire all'autonomia privata di introdurre nello statuto la possibilità di designare un rappresentante con mezzi elettronici, nonché la facoltà di accettare le notifiche di designazione effettuate con mezzi elettronici, tuttavia i Paesi europei dovranno provvedere affinché tutte le società offrano ai loro azionisti almeno un modo effettivo di notifica con mezzi elettronici¹⁷⁹.

La designazione di un rappresentante, la notifica della designazione alla società e la formulazione delle istruzioni di voto, se del caso, al rappresentante possono essere solo condizionate dai requisiti formali necessari ad assicurare l'identificazione dell'azionista e del rappresentante ovvero ad assicurare l'identificazione dell'azionista e del rappresentante o ad assicurare la possibilità di verificare il contenuto delle istruzioni di voto e solo nella misura in cui detti requisiti siano proporzionati al raggiungimento di tali obiettivi. Le stesse norme regolano anche il caso di revoca della designazione del rappresentante.

2.5. Il rappresentante in conflitto di interessi. La normativa europea demanda ai Paesi UE la possibilità di fissare in capo al delegato l'obbligo di comunicare le peculiari condizioni –in cui lo stesso si trova- che possono essere rilevanti per gli azionisti al fine di valutare se sussistono rischi che il rappresentante possa perseguire un interesse diverso da quello dell'azionista; di limitare, addirittura di escludere:

- la manifestazione del voto dell'azionista, in via mediata, quando vengano a mancare indicazioni di voto specifiche relativamente a ciascuna decisione per la quale il delegato dovrà votare per conto dell'azionista;
- il trasferimento della delega a una persona diversa da quella indicata dal rappresentato, ferma restando per un rappresentante che sia una persona giuridica la facoltà di esercitare, tramite un membro dei suoi organi di direzione o di amministrazione o un suo dipendente, i poteri conferitigli.

¹⁷⁹ Così art 11, 1° comma, Direttiva.

Resta da precisare che il legislatore europeo ha tipizzato alcuni casi di conflitto di interessi quali: il caso del delegato che sia anche azionista di controllo della società o altro soggetto controllato da questo azionista; il rappresentante che sia membro dell'organo di amministrazione, di direzione o di vigilanza della società o di un azionista di controllo o di un soggetto controllato dai precedenti; il delegato che sia un dipendente o un revisore della società o di un azionista di controllo o di un soggetto controllato dai precedenti.

Passando, poi, al rapporto rappresentante/rappresentato, il legislatore europeo statuisce che il voto espresso dal delegato deve essere conforme a quello manifestato dal delegante. Su questa questione, occorre precisare che è rimessa agli Stati membri la facoltà di chiedere ai rappresentanti di conservare i documenti che indicano le istruzioni di voto per un determinato periodo minimo, nonché il potere di chiedere ai delegati di confermare che il voto espresso coincida con quello manifestato dal delegante.

2.6. L'identificazione degli azionisti. “Chiudono il cerchio” della disciplina in tema di deleghe di voto, le disposizioni relative all'identificazione degli azionisti. A tal proposito, la Direttiva prevede che quando la regolazione predisposta dal singolo Paese membro dovesse imporre, quale condizione preliminare per l'esercizio del voto da parte degli intermediari e/o investitori istituzionali, doveri di comunicazione circa i dati anagrafici degli azionisti, si dovrà procedere con la compilazione di un elenco con il quale verrà comunicata alla società l'identità di ciascun cliente e il numero di azioni in relazione alle quali è esercitato il diritto di voto per suo conto. Allo stesso tempo, se la suddetta disciplina domestica dovesse imporre requisiti formali riguardo all'autorizzazione all'intermediario, da parte dell'azionista, per esercitare a suo nome il voto, o riguardo alle indicazioni di voto, questi requisiti formali non dovranno produrre effetti oltre consentire l'identificazione dell'azionista

ovvero la verifica del contenuto delle istruzioni di voto e dovranno, appunto, essere proporzionali al raggiungimento di tali risultati¹⁸⁰.

2.7. *Le lacune della Direttiva in tema di esercizio del diritto di voto.* La Direttiva trascura il ruolo influente (ma allo stesso tempo inspiegabile) dei *proxy advisors* (consulenti di voto) nei meccanismi relativi all'esercizio del diritto di voto nelle società quotate, nonché *the additionaly layer* in termini di *agency costs* che questi comportano all'interno della *corporate governance* delle quotate.

Recentemente la dottrina ha messo in luce come sempre più spesso le decisioni di voto degli azionisti delle quotate, soprattutto degli investitori istituzionali, siano allocate in capo ai consulenti di voto. Questi ultimi offrono consulenze finalizzate all'esercizio consapevole del diritto di voto dei soci attraverso l'identificazione di problematiche relative alla *governance* delle società quotate, e sempre con più frequenza gli azionisti aderiscono in modo indefesso alle indicazioni di voto ricevute, in special modo se si tratta di azionisti istituzionali che non possono occupare il loro tempo per verificare la compatibilità dei suggerimenti di voto rispetto alle vicende sociali di ogni singola società da loro partecipata¹⁸¹. In particolare, i consulenti di voto predispongono dei *proxy paper* nei quali, generalmente, viene messo in evidenza se la società quotata segue le *best practices* indicate nel codice di autodisciplina ovvero un'analisi degli effetti delle deliberazioni assembleari rispetto alla possibilità che queste creino, e in che percentuale, valore per gli azionisti.

Tuttavia, il coinvolgimento dei consulenti di voto nel procedimento di formazione dell'intenzione di voto rileva sotto il profilo degli *agency costs* nelle quotate: i rapporti tra azionisti e *proxy advisors* comportano problemi di *agency costs*

¹⁸⁰ Per un primo commento sulla disciplina in tema di identificazione degli azionisti, v. GARGANTINI, *Sub art. 83-duedecies – Identificazione degli azionisti, La nuova disciplina dei diritti degli azionisti, Commentario*, a cura di Guerrieri, in *Nuove leggi civili commentate*, f.n. 4, 646 ss.

¹⁸¹ Per le considerazioni nel testo v. VERDAM, *The role of Proxy Advisor in Distance Voting: A Field and Problem Study*, www.ssrn.com. In particolare, si evidenzia come agli investitori (istituzionali) interessi un'analisi oggettiva e puntuale delle proposte di voto, nonché l'individuazione di prassi societarie contrarie all'interesse degli azionisti.

simili a quelli che governano il rapporto tra soci e amministratori. In tal senso, i consulenti di voto non sopportano il “rischio economico” che deriva dalle loro indicazioni di voto, e stante questa forma di sterilizzazione del rischio, potrebbero suggerire una politica di voto diversa da quella che, se avesse avuto il tempo di procedere ad una approfondita ricerca intorno al “voto”, avrebbe prescelto l'azionista che diversamente dai *proxy advisors* sopporta il rischio economico del voto manifestato.

Inoltre, la dottrina¹⁸² ha osservato come la presenza dei consulenti di voto, oltre a poter alterare le scelte di voto degli azionisti, potrebbe anche finire con il compromettere il sistema dei controlli e del bilanciamento degli interessi operato dalle regole di *corporate governance*. Ciò potrebbe accadere in quegli ordinamenti, come l'Olanda o la Grecia¹⁸³, nei quali sono vincolanti le deliberazioni dei soci volte a “sollevare”, salvo il caso che agiscano con dolo, gli amministratori dalla responsabilità connessa con le scelte di gestione della società.

Muovendo dalla considerazione che, al fine di facilitare le operazioni di compensazione e le contrattazioni nei mercati finanziari, molti ordinamenti europei si sono allontanati da un sistema di titolarità della partecipazione sociale dove come detentore delle azioni al portatore e/o titolare di quelle nominative si registra l'investitore finale (cioè colui che sopporta il rischio di impresa), preferendo un sistema nel quale quest'ultimo registra la propria partecipazione su un conto presso un *custodian* che apparirà formalmente azionista dell'emittente¹⁸⁴, si può osservare come la Direttiva non risolva il problema di *pricing* legato alla complessità della catena degli intermediari e non contempli il dovere da parte degli intermediari di trasferire all'azionista i documenti pre-assembleari, nonché di veicolare il voto all'emittente.

¹⁸² *Ibidem.*

¹⁸³ Sul punto v. *Report by Manifest (a proxy voting agent), “Directors Liability Discharge Proposals: The Implication for Shareholders”*, www.proxygovernance.com.

¹⁸⁴ WINTER, “*The European Union’s Involvement in Company Law and Corporate Governance*”, in *The European Company Law Action Plan Revisited*, ed. Geens & Hopt, 2010, 373.

Con riferimento al fenomeno della catena degli intermediari, va chiarito che generalmente i depositari delle azioni operano le registrazioni della maggior parte delle partecipazioni sociali in conti *omnibus*¹⁸⁵, soprattutto nel caso in cui l'investitore finale risieda in un paese diverso da quello nel quale la società quotata abbia la propria sede legale, favorendo così il prodursi di una complessa catena di intermediari e depositari che schermano il rapporto tra società ed investitore finale¹⁸⁶.

Questa modalità di registrazione della partecipazione sociale anche se non ha posto problemi per quanto concerne la distribuzione dei dividendi agli investitori finali, ha creato una serie di ostacoli per l'esercizio del diritto di voto. A tal riguardo sembra che la Commissione Europea –nel suo progetto di *Securities Law Directive*– stia valutando la predisposizione di provvedimenti strutturali per semplificare e rendere più trasparenti le catene di intermediari¹⁸⁷.

¹⁸⁵ In tal senso v. PAYNE, “*Intermediated Securities and the Right to Vote in the UK*”, in *Intermediated Securities Legal Problems and Practical Issues*, ed. Gullifer, 2010, 194.

¹⁸⁶ Per un approfondimento della questione v. VENEMA, *Effectengiro-recht in beweging (Securities Transfer Law in Motion)*, 2003, 255.

¹⁸⁷ Per monitorare l'evoluzione della nuova proposta di Direttiva v. http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/securities-law/index_en.htm

II Sezione

IL DECRETO LEGISLATIVO 27/2010

~ 74 ~

SOMMARIO: 2.8. Il d.lgs. 27/2010 non si applica alle società cooperative. - 2.9. Il nuovo sistema di gestione accentrata degli strumenti finanziari. - 2.10. L'introduzione della data di registrazione per l'intervento e l'esercizio del voto in assemblea. - 2.11. Il sistema di identificazione degli azionisti predisposto dal d.lgs. 27/2010. - 2.12. Il voto per corrispondenza o in via elettronica. - 2.13. La partecipazione "virtuale" all'assemblea. - 2.14. Voto per corrispondenza e voto in via elettronica a confronto.

2.8. *Il d.lgs. 27/2010 non opera per le Società Cooperative.* Gli Stati membri avrebbero dovuto dare attuazione alla Direttiva 2007/36/CE entro il 3 agosto 2009, in Italia, la stessa è stata attuata solo nel gennaio 2010 con il d.lgs. n. 27¹⁸⁸.

¹⁸⁸ Verrà applicato per la prima volta per la convocazione delle assemblee della primavera 2011. E' appena il caso di ricordare che già nel 2005 alcune parti del TUF sono state profondamente novellate, tuttavia, diversa è la *ratio* sottostante alla riforma del 2005 da quella del d.lgs. 2007. Nel primo caso, l'intervento del legislatore con la c.d. legge sul risparmio era la risposta ad uno scandalo finanziario che ha coinvolto due delle più importanti società quotate italiane, ossia Cirio e Parmalat, diversamente, il d.lgs. 27/2001, dando attuazione alla Direttiva sui diritti degli azionisti, esprime l'intento del legislatore, tanto europeo quanto italiano, di considerare giuridicamente rilevante due fenomeni che stanno caratterizzando la società del nuovo millennio. Sotto un primo profilo, la sempre più imperante globalizzazione dei mercati finanziari, la quale ha prodotto, e continua a produrre, l'incremento costante della presenza degli investitori stranieri nelle compagnie sociali delle quotate e delle società ad azionariato diffuso. Sotto un secondo profilo, il fatto che il continuo sviluppo di internet e delle modalità di telecomunicazioni ha facilitato e reso meno onerosa la possibilità per gli investitori, soprattutto stranieri, di prendere parte virtualmente all'assemblea, e dunque, in ultima istanza alla formazione della volontà sociale. Tuttavia, anche con riferimento al d.lgs. 27/2007, i primi commentatori hanno sottolineato come, pur non configurando una risposta a uno o più scandali finanziari, non vi è dubbio che venga emanato in un periodo di «acutissima crisi economica, conseguente al terremoto finanziario del 2008-2009», e in tal senso, hanno espresso l'auspicio che esso «possa rappresentare un efficace strumento di *crisis management*», e cioè possa incentivare «un rapido ed efficiente accesso degli investitori istituzionali di tutto il mondo al capitale di rischio delle società per azioni che siano ritenute di ciò meritevoli, innescando così il circolo virtuoso che inevitabilmente si origina da una maggior dialettica, e forse, con il risultato di conferire ai manager una maggiore indipendenza per le proprie scelte rispetto alla proprietà azionaria». Sul punto, esemplare può essere l'ipotesi dell'azionista giapponese che rimanendo a Tokyo potrebbe partecipare in video conferenza ad un'assemblea che si tiene a Roma, ovvero esprimere il proprio voto elettronicamente, o ancora, attribuire ad un soggetto di sua fiducia una procura di voto elettronica. In tal senso, giova ribadire che la Direttiva contempla più di uno strumento per agevolare e rendere economicamente meno dispendioso il voto transfrontaliero (come si è già ricordato il rafforzamento dello stesso è uno degli obiettivi principali della Direttiva stessa), ma, avendo concesso agli Stati membri di rimettere la regolazione del medesimo all'autonomia statutaria, bisognerà poi valutare quanto i singoli legislatori nazionali renderanno stringenti le possibilità di riforma. Il virgolettato nella nota è di BUSANI, *Più partecipazione nell'assemblea delle società*, in *Società*, 2010, f. 4.

Il legislatore nazionale, avvalendosi della facoltà concessa dalla Direttiva, ha escluso dall'applicazione delle disposizioni in commento la società cooperativa¹⁸⁹. A tal proposito va osservato, in via generale, che la disciplina delle società cooperative presenta rilevanti peculiarità fondate sull'*intuitus* che caratterizza la partecipazione sociale, e che sono tali da renderla incompatibile con le regole che la DSHR introduce. Corroborano questa considerazione, ad esempio, la disciplina della rappresentanza in assemblea (art. 2359 c.c.), che prevede limiti al numero massimo di deleghe che possono attribuirsi ad una persona (socio), disciplina incompatibile con l'assenza, prevista dalla Direttiva, di limitazioni soggettive e quantitative al conferimento di deleghe.

Rileva nello stesso senso anche la regolazione della sollecitazione delle deleghe di voto cui agli artt. 136 e ss. TUF, ammessa dalla Direttiva, è invece espressamente dichiarata inapplicabile alle società cooperative (art. 137 comma 4), in ragione della differente *governance* di quest'ultime, in quanto in contrasto con il voto capitolario, che ne risulterebbe altrimenti.

Inoltre, l'inapplicabilità della disciplina comunitaria, in esame, alle cooperative trova giustificazione nella circostanza che, in queste ultime società, il diritto di voto è attribuito a chi sia iscritto da almeno novanta giorni nel libro dei soci (art. 2538 c.c.), principio che, giustificato dal particolare rilievo che in tali società è attribuito alla persona del socio è evidentemente incompatibile con la *record date*.

Da ultimo, sotto un profilo più generale, la *ratio* sottostante la Direttiva, e cioè facilitare la partecipazione in assemblea e rafforzare l'esercizio del diritto di voto, se può comprendersi con riguardo alle società per azioni quotate – che possono essere caratterizzate da un azionariato altamente diffuso e poco interessato alle vicende societarie – non trova corrispondente necessità di intervento per le società aventi una struttura cooperativa, ed in particolare, ad esempio, per le banche

¹⁸⁹ Ciò detto, va segnalato che alcune delle novità introdotte dal d.lgs. 27/2010 sono state estese dal nuovo art. 116, comma 2-ter TUF, anche agli “emittenti azioni (non quotate) diffuse tra il pubblico in misura rilevante, come ad esempio i nuovi adempimenti finalizzati ad una maggiore informazione preassembleare, o il diritto all'integrazione dell'ordine del giorno, nonché il voto per corrispondenza o attraverso mezzi elettronici.

popolari, in cui la partecipazione degli azionisti è tradizionalmente (e strutturalmente) molto vivace.

2.9. *Il nuovo sistema di gestione accentrata degli strumenti finanziari.* Nel nostro ordinamento il passaggio dal contenuto della Direttiva alle norme positive che hanno dato attuazione alla stessa¹⁹⁰ ha prodotto, in primo luogo, una integrale riforma della regolazione della gestione accentrata degli strumenti finanziari, in particolare con riferimento alle norme in tema di trasferimento e vincolo dei titoli, nonché al rilascio delle certificazioni ai soggetti titolari dei conti accesi presso gli intermediari, per consentire a questi l'esercizio del relativo diritto di voto. Sul punto, giova ricordare che nel nostro ordinamento la gestione accentrata di strumenti finanziari dematerializzati è obbligatoria per alcune categorie di emittenti, tra cui quelli quotati in mercati regolamentati e con strumenti diffusi tra il pubblico in misura rilevante¹⁹¹. A tal proposito, l'art. 2370 c.c., come modificato dal d.lgs. 27/2010, e l'art. 83-sexies, introdotto *ex novo* dal decreto¹⁹² e rubricato "Diritto di

¹⁹⁰ In dottrina si è osservato come la Direttiva sia destinata ad influenzare anche alcuni «istituti che non sono stati oggetto di intervento o di espressa modificazione ad opera del d.lgs. 27/2010», come ad esempio «il principio di parità di trattamento ancora una volta rimasto implicito come già avvenne in occasione del recepimento della seconda direttiva in materia societaria», ABRIANI, cit., 4. Inoltre, la Direttiva non contemplava norme specifiche in tema di gestione accentrata degli strumenti finanziari. Sul rapporto esercizio del diritto di voto-gestione accentrata degli strumenti finanziari, da ultimo, v. STELLA RICHTER JR, *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, www.associazionepreite.it.

¹⁹¹ Un'analisi dettagliata del sistema di gestione accentrata esula da questo studio. Si rinvia, *ex pluribus*, a LENER, *La gestione accentrata di valori mobiliari in Montetitoli*, Milano, Giuffrè, 1994; *La gestione accentrata dei titoli in Italia: ruolo e prospettive nel futuro scenario europeo*, a cura di BANCA D'ITALIA, MONTE TITOLI S.P.A., Roma, 1997; CARDARELLI, *L'azione dematerializzata. Dallo statuto alla fattispecie*, Milano, Giuffrè, 2001; CIAN, "La dematerializzazione degli strumenti finanziari", *BBTC*, 2007, I, 641; STELLA RICHTER JR, cit.

¹⁹² A seguito del d.lgs. 27/2010, il Titolo II del TUF, dedicato alla "Gestione accentrata di strumenti finanziari", è stato completamente innovato. Attualmente, lo stesso si articola in tre capi, e cioè il Capo I rubricato "Disciplina delle società di gestione accentrata", il Capo II si suddivide in Sez. I, Gestione accentrata in regime di dematerializzazione, e Sez. II, Gestione accentrata di strumenti finanziari rappresentati da titoli, e il Capo III dedicato alla "Disciplina della gestione accentrata dei Titoli di Stato".

intervento in assemblea ed esercizio del voto”, novellano profondamente¹⁹³ il sistema di legittimazione d'intervento in assemblea ed esercizio del voto.

2.10. *L'introduzione della data di registrazione per l'intervento e l'esercizio del voto in assemblea.* Il d.lgs. 27/2007 contempla norme relativamente alla convocazione e allo svolgimento dell'assemblea¹⁹⁴, nonché in riferimento al potere dei soci di porre domande prima dello svolgimento dell'assemblea, al principio della rappresentanza assembleare, alla possibilità di concedere un maggior dividendo per le azioni che siano trattenute dall'azionista per periodi non inferiori ad un anno¹⁹⁵, tuttavia, l'attenzione dei primi commenti alla riforma si è concentrata su quella che, da una parte della letteratura giuridica, è stata definita la novità più rilevante della disciplina in esame, l'introduzione della data di registrazione (*record date*¹⁹⁶; contenuta nel nuovo art. 83 sexies, 2° comma, TUF), in virtù della quale si legittimano¹⁹⁷ alla partecipazione alle assemblee sociali delle quotate e delle società

¹⁹³ In dottrina si è osservato che «riscrivono completamente il regime della legittimazione all'intervento in assemblea,», DE LUCA, (nt.), 19.

¹⁹⁴ Tanto in riferimento alle società quotate che a quelle non quotate.

¹⁹⁵ Il contenuto della Direttiva non accenna in alcun modo a quest'ultima norma.

¹⁹⁶ L'uso della *record date* quale strumento di legittimazione a prendere parte all'intervento in assemblea e all'esercizio del diritto di voto trova la sua prima espressione nell'ordinamento degli Stati Uniti (cfr. il *Revised Model Business Corporation Act* e la *Delaware General Corporation Law*). Da tempo è utilizzato anche nel Regno Unito e in Spagna, recentemente, poi, è stato introdotto anche in Germania (2005) e in Francia (2006), v. DE LUCA, "La nuova disciplina della gestione accentrata e della legittimazione degli azionisti (recepimento della Direttiva sui diritti degli azionisti di società quotate)", in *BBTC*; 2010, 1, 254. In *Delaware*, dove la data di registrazione è fissata tra dieci e sessanta giorni prima dell'assemblea (v. *GENERAL CORPORATION LAW*§, *Chapter one, 213.Fixing date for determination of stockholders of record*, in <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc07/index.shtml>), il diritto di voto spetta a coloro che risultano dai registri alla data di registrazione, anche se abbiano successivamente alienato le azioni. Tuttavia, questo strumento produce la dissociazione tra i soggetti iscritti nel libro soci e coloro che sono gli effettivi titolari della partecipazione sociale: ad esprimere il voto sono spesso soggetti privi di interesse economico, si tratta del c.d. *empty voting*. Una parte della letteratura giuridica vede nella possibilità di fissare una data di registrazione lontana dall'assemblea come un modo per realizzare la vendita del voto, non consentita negli Stati Uniti. Per approfondire la questione v., *ex pluribus*, KAHAN-ROCK, *The Hanging Chads of Corporate Voting*, www.ssrn.com, (2007, *last revised* 2009); HU-BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (morfable) Ownership*, www.ssrn.com; SCIMENI, *La vendita del voto nelle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2003.

ammesse ai sistemi multilaterali di negoziazione, coloro che, stando alle evidenze contabili, presso l'intermediario tenuto alla conservazione della relativa documentazione, risultano azionisti al termine della giornata contabile del settimo giorno di mercato aperto precedente la data dell'assemblea in prima convocazione¹⁹⁸, senza che le successive registrazioni in addebito o credito siano rilevanti al fine dell'esercizio del diritto di voto¹⁹⁹. A tal proposito, va osservato che *“un meccanismo di record date, con riferimento alla data della presentazione delle liste, è stato introdotto, al fine di facilitare la presentazione delle stesse, anche in relazione alla determinazione della titolarità della partecipazione richiesta per la presentazione delle liste per la nomina dei componenti del consiglio di amministrazione e del sindaco di minoranza”*²⁰⁰.

2.11. *Il sistema di identificazione degli azionisti predisposto dal d.lgs. 27/2010.* Il legislatore italiano ha recepito il precetto comunitario relativo al sistema di identificazione dei soci prima della riunione assembleare. Va ricordato che in Italia, prima del d.lgs. de quo, solo la lettura del libro soci (nella prassi aggiornato unicamente in occasione della decisione del socio di esercitare i propri diritti

¹⁹⁸ In ottica comparatistica, va osservato che in *Delaware* nel 2009 è intervenuta una riforma che oggi consente agli emittenti incorporati in questo stato di poter fissare due date di registrazione: la prima funzionale a soddisfare le esigenze poste dalla normativa federale per quanto concerne l'inoltro del proxy material ai titolari delle partecipazioni a quella data, l'altra volta a determinare i soggetti effettivamente legittimati al voto. La determinazione della seconda data è rimessa allo statuto, e, al fine di ridurre ampiamente il fenomeno del voto vuoto (di cui si è già dato conto), la stessa può coincidere anche il giorno fissato per la riunione assembleare (v. *GENERAL CORPORATION LAW*§, *Chapter one*, 213). In definitiva, si considerano legittimati all'esercizio del diritto di voto solo coloro che risultano tali alla prima delle due date, sostanzialmente, però, eserciteranno il voto solo coloro che sono ancora iscritti al momento effettivo della votazione.

¹⁹⁹ Per una prima, ma ricca di spunti, analisi sulla data di registrazione v. LENER, *Legittimazione all'intervento in assemblea, record date ed esercizio del diritto di voto dopo la DSHR. Appunti introduttivi.*, www.associazionepreite.it; DE LUCA, *Titolarità vs. Legittimazione: a proposito di record date, empty voting e “proprietà nascosta” di azioni*, www.ssrn.com.

²⁰⁰ Così la Relazione Illustrativa al d.lgs. 27/2007 (cfr. art. 147-ter, comma 2, TUF), la scelta ricordata nel testo “ha il pregio di eliminare il blocco delle azioni conseguente alla richiesta di certificazione, dato che questa viene presentata ex post (il blocco delle azioni è il fattore che scoraggia maggiormente gli investitori istituzionali dalla presentazione delle liste) e di concedere qualche giorno in più agli investitori per coordinarsi per la presentazione di una lista”, il testo integrale disponibile su <http://www.camera.it/parlam/leggi/deleghe/10027dl.pdf>.

amministrativi e/o patrimoniali) consentiva di identificare anagraficamente gli azionisti²⁰¹. In estrema sintesi, il legislatore italiano ha scelto di introdurre un sistema di identificazione degli azionisti, già noto in altre esperienze giuridiche, e volto a consentire alla società e ai soci di comporre un quadro anagrafico dell'azionariato anche in *absentia* di accadimenti da cui consegue l'aggiornamento del libro soci. L'adozione dello stesso viene deferita dal legislatore agli statuti con la tecnica del c.d. *opt-in*, diversamente dalla normativa vigente nel Regno Unito ed in Germania, la quale ha imposto l'introduzione di questo strumento.

Il nuovo plesso normativo, predisposto dal d.lgs. 27/2010, introduce uno strumento di identificazione degli azionisti che consentirà, in qualsiasi momento, alla società quotate di prevedere statutariamente il diritto di rivolgersi, attraverso la Monte Titoli, agli intermediari (presso i quali le azioni sono contabilizzate) per ottenere l'elenco degli azionisti (che non abbiano espressamente vietato la comunicazione dei propri dati), insieme all'entità della loro partecipazione sociale, tuttavia, quando si preveda tale meccanismo, la società emittente è obbligata ad effettuare la medesima richiesta quando lo richiedano singoli azionisti²⁰², titolari di una quota minima di capitale, pari a quella che legittima alla presentazione di liste per l'elezione degli amministratori.

In altre parole, il sistema di identificazione opera attraverso flussi informativi che – in seguito ad un impulso iniziale da parte dell'emittente, anche su richiesta della minoranza – percorrono la catena di intermediazione dalla società di gestione accentrata fino agli intermediari ultimi²⁰³. Come previsto dall'art. 27 del

²⁰¹ E' appena il caso di segnalare che, nella Direttiva, l'introduzione e la tenuta di un libro soci aggiornato nel quale la società potesse avere a disposizione i dati anagrafici dei propri azionisti, veniva qualificato come una condizione che avrebbe consentito alla società di sottrarsi all'introduzione dello strumento della data di registrazione e alla modalità di convocazione attraverso internet (v. artt. 5 e 7).

²⁰² L'identità anagrafica della compagina sociale deve essere messa a disposizione del richiedente entro dieci giorni.

²⁰³ Cioè agli intermediari che tengono "i conti sui quali sono registrati gli strumenti finanziari di pertinenza di soggetti che non operano in qualità di intermediari (investitori finali) o di soggetti non residenti, v. art. 1, comma 1, lett. kk, Provvedimento unico in materia di servizi *Post-Trading*, da ultimo modificato, in data, 24 dicembre 2010, per adattarne i contenuti adattare i contenuti alle previsioni della

Provvedimento post-trading, i flussi informativi che recano l'indicazione dei dati identificativi degli azionisti percorrono poi in senso contrario la catena di intermediazione fino agli intermediari partecipanti al sistema di gestione accentrata, i quali provvedono poi a comunicare all'emittente i dati raccolti. Pertanto questo modello di *shareholder identification* sembra consentire una mappatura tendenzialmente completa degli azionisti che non abbiano negato il proprio consenso all'identificazione, unitamente ad un elevato livello di certezza dei dati trasmessi: ciò in virtù della riconciliazione di questi ultimi dati con le evidenze contabili degli intermediari operata nelle diverse fasi della circolazione dell'informazione.

Nell'ipotesi di identificazione su istanza della minoranza, il R.E. CONSOB deferisce all'autonomia statutaria la fissazione dei criteri di ripartizione dei costi fra i soci e la società (se lo statuto tace sul punto, tali oneri saranno interamente a carico della società), salvo il caso specifico in cui la richiesta venga avanzata dai soci nei sei mesi successivi alla chiusura dell'esercizio sociale e comunque prima dell'assemblea ordinaria annuale e non sia stata effettuata nello stesso periodo alcuna richiesta di identificazione ai sensi dell'articolo 83-duodecies del Testo unico, per il quale sarà la società a dover sostenere per intero i costi della comunicazione dei dati identificativi degli azionisti e del numero di azioni registrate sui conti ad essi intestati²⁰⁴.

Il sistema di identificazioni degli azionisti è funzionale alla realizzazione di un duplice obiettivo. Dal versante della società, la possibilità di procedere ad una continua identificazione degli azionisti consente allo stesso tempo di facilitare i rapporti con gli investitori e di «monitorare gli assetti proprietari con maggiore tempestività rispetto agli obblighi di comunicazione, connessi come è noto al

Direttiva *Shareholders' Rights* (Direttiva 2007/36/CE), recepita nell'ordinamento italiano con il Decreto Legislativo n. 27 del 27/1/10 www.bancaditalia.it. Nel documento si chiarisce che questa definizione «consente di fare riferimento, laddove necessario, all'ultimo intermediario italiano nella catena di intermediazione».

²⁰⁴ Così l'art. 133-bis R.E. inserito a seguito dell'adeguamento del testo del regolamento all'entrata in vigore del d.lgs. 27/2010, v. Regolamento CONSOB n. 11971 di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernente la disciplina degli emittenti - (Testo integrato e aggiornato ad aprile 2011), www.consob.it.

superamento di soglie di rilevanza»²⁰⁵, dal versante degli azionisti, e specificatamente degli investitori istituzionali organizzati, questo istituto rende più agevole il coordinamento degli stessi volto all'esercizio di tutti quei diritti che non presuppongono una partecipazione qualificata, tra i quali sono annoverabili anche i diritti previsti dalla nuova disciplina²⁰⁶.

Per quanto concerne l'istituto dell'identificazione degli azionisti, introdotto dal d.lgs. 27/2010 (art. 83-*duodecies* TUF), si è già illustrato che le società quotate (tanto nei mercati regolamentati che non), anche sollecitate dagli azionisti di minoranza (qualificata), possono richiedere agli intermediari, attraverso la società di gestione accentrata, “ i dati identificativi degli azionisti che non abbiano espressamente vietato la comunicazione degli stessi, unitamente al numero di azioni registrate sui conti ad essi intestati”²⁰⁷.

Nonostante, il legislatore abbia posto in capo agli intermediari l'obbligo di comunicare all'emittente i dati personali unitamente al numero di azioni registrate sui conti intestati agli azionisti²⁰⁸, questa norma, così formulata, non sembra in grado di evitare il fenomeno della dissociazione tra intestazione formale dei conti ed azionisti

²⁰⁵ Così ABRIANI, cit., 15.

²⁰⁶ Nel senso del testo v. ABRIANI, cit., 16.

²⁰⁷ In ottica comparatistica, questa norma richiama il fenomeno “*objecting or non objecting*” americano, e cioè: «*an Objecting Beneficial Owner is a security holder who does not give permission to a financial intermediary to release the owner's name and address to a public company that he or she has invested in, for the purpose of receiving proxy mailings and other shareholder communications*» mentre «*beneficial owner who gives permission to a financial intermediary to release the owner's name and address to the company(ies) or issuer(s) in which they have bought securities. Companies and issuers request this personal information so they can contact the shareholder regarding important shareholder communications (such as proxies, circulars for rights offerings and annual/quarterly reports)*», GOODMAN-OLSON, *A practical guide to SEC Proxy and compensation rules*, Walters Kluwer, 2008.

²⁰⁸ A differenza di altre esperienze giuridiche, il legislatore della riforma non ha previsto conseguenze per il caso in cui l'intermediario non adempia al suo obbligo di comunicazione. In tal senso, si può ricordare, ad esempio che nell'ordinamento inglese le partecipazioni azionarie per le quali non si adempie all'obbligo di comunicazione vengono sterilizzate, e per quanto concerne l'intermediario, quando non trasmette all'emittente i dati identificativi dell'azionista, commette un illecito penalmente rilevante; nell'ordinamento francese, in caso di mancata indicazione dei suddetti dati, vengono sterilizzati i diritti patrimoniali ed amministrativi, e, nell'ipotesi che l'omessa comunicazione sia dolosa, è prevista l'esclusione dei diritti fino a cinque anni.

effettivi, vale a dire la norma, introdotta dal d.lgs. 27/2010, non «può avere l'effetto di obbligare gli intermediari a fornire l'identità dei soggetti per i quali risultano fiduciari, salvo che questi non abbiano espressamente acconsentito a diffonderli presso l'emittente.»²⁰⁹.

In altre parole, precisato che i limiti della delega contenuta nella LC 2008 rendono il contesto, qui considerato, non appropriato all'approfondimento della materia degli assetti proprietari, oltretutto recentemente rivista ai fini dell'attuazione della Direttiva *Transparency*, mi sembra che l'adozione di strumenti efficaci che consentano l'identificazione dei *beneficial owners* sia di fatto incompatibile con l'istituto dell'intestazione fiduciaria. L'unica soluzione adeguata a consentire l'identificazione degli investitori sottostanti sarebbe stata quella di imporre, a chi risulti intestatario, di rivelare l'identità dei soggetti per conto dei quali detiene le azioni, soluzione che, peraltro, è adottata in Germania ed in Francia.

2.12. Il voto per corrispondenza o in via elettronica. Al fine di agevolare ed incoraggiare la partecipazione dei soci alla vita sociale, il decreto, attuativo della Direttiva, introduce alcune novità procedimentale, tra le quali, in primo luogo, la possibilità, se prevista dallo statuto, di partecipare all'assemblea con mezzi elettronici²¹⁰ e di esprimere il voto in via elettronica.

Fino ad oggi, vigente una disciplina del voto per corrispondenza del tutto coerente con quanto previsto intorno a questo istituto dalla direttiva, questa modalità di voto ha rivestito un ruolo alquanto marginale nella casistica delle tecniche di espressione del voto sia da parte degli statuti delle società quotate a cui l'uso dello stesso è deferito, sia con riferimento a quelle società in cui il voto per

²⁰⁹ Così DE LUCA, cit., 22.

²¹⁰ Già la riforma organica del diritto societario del 2003 aveva introdotto la possibilità di prevedere in via statutaria il ricorso a mezzi elettronici per la convocazione, sia pure limitatamente alle s.p.a. "chiuse" (v. art. 2366, comma 3, c.c.) e l'intervento in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione (art. 2370, quarto comma, c.c.).

corrispondenza è elemento caratterizzante della partecipazione indiretta alla vita sociale come le società cooperative²¹¹.

La prassi statutaria ha avuto un ruolo attivo nell'emarginare il voto per corrispondenza, probabilmente a causa degli ampi oneri organizzativi che la sua applicazione comportava, oneri relativi alle comunicazioni aggiuntive da effettuarsi nella fase pre-assembleare in funzione dell'uso del voto per corrispondenza, alla raccolta dei voti e soprattutto all'informazione preliminare dovuta ai soci, adempimenti tutti necessari perché l'istituto possa concretamente funzionare. Con la disciplina introdotta dal d.lgs. 27/2007, soprattutto sotto il profilo dell'incremento del ricorso ad internet, dovrebbe realizzarsi, da un lato, un forte abbattimento dei costi e dall'altro, dovrebbero semplificarsi le modalità per la comunicazione dei dati informativi agli azionisti nella fase pre-assembleare, tuttavia, da un'indagine intorno al contenuto di alcuni statuti di società quotate aggiornati dopo l'entrata in vigore del d.lgs. 27/2010 è emerso che negli stessi non sia stata inserita la possibilità di utilizzare il voto per delega²¹².

La regolazione del voto per corrispondenza risulta, allo stesso modo di quanto accadeva prima del d.lgs. 27/2010, dal combinato disposto dell'art. 2370 c.c. e dell'art. 127 del TUF²¹³.

²¹¹ Nello stesso senso vedi . le osservazioni ABI al documento in consultazione relativo allo schema di decreto attuativo della Direttiva, www.dt.tesoro.it.

²¹² In tal senso v., *ex pluribus*, gli statuti di: Zucchi, Buzzi-Unicem, Parmalat, Aedes s.p.a., Ansaldo STS s.p.a., Banca Carige S.p.A., Banca Italease; Generali, Intesa San Paolo, Monte dei Paschi di Siena, Bulgari S.p.A.. I testi integrali degli statuti sono disponibili su www.spaitalia.it.

²¹³ Lo schema di decreto legislativo proponeva di modificare le norme sul voto per corrispondenza disponendo che tale strumento potesse essere sempre esercitato salva diversa previsione dello statuto (cd. *opt aut*). Analoga disposizione veniva proposta per l'esercizio del voto in via elettronica. In sede di emanazione del decreto legislativo, si è preferito lasciare invariata quella che era la vecchia disciplina, e cioè riservare all'autonomia statutaria la facoltà di prevedere che il voto possa essere esercitato anche per corrispondenza (cd. *opt-in*), Mi sembra che la scelta operate in via definitiva dal d.lgs. 27/2010 sia maggiormente in linea con la Direttiva anche perché l'ipotetica evoluzione del della disciplina del voto per delega consentirebbe di favorire la partecipazione alle assemblee da parte di un gran numero di soci, senza la necessità di imporre, comunque, un più oneroso voto per corrispondenza. In tal senso v. le osservazioni ABI al documento in consultazione relativo allo schema di decreto attuativo della Direttiva, www.dt.tesoro.it.

E' appena il caso di segnalare che il d.lgs. 27/2010 ha novellato il quarto comma dell'art. 2370 c.c., favorendo la possibilità di introdurre nello statuti gli strumenti elettronici funzionali all' esercizio virtuale del potere di intervento e di voto in assemblea. In dottrina si è osservato come, a seguito dell'entrata in vigore del decreto, il ricorso all'uso degli strumenti elettronici si sia innervato su tutti i momenti in cui si sviluppa il procedimento assembleare. Esempio sul punto si può considerare il sito web della società GEMINA Spa dove, secondo quanto disposto dagli artt. 125-bis e seguenti del TUF, alla pagina dedicata ai "documenti assemblee" si può prendere visione dell'avviso di convocazione dell'assemblea ordinaria per il giorno 19 aprile 2011, della relazione finanziaria annuale 2010 (che contiene alla pagina 65 la proposta di deliberazione da sottoporre all'assemblea), la relazione dell'organo amministrativo sul 2° punto all'o.d.g. dell'assemblea ordinaria, nonché il modulo di delega per intervento in assemblea e quello per il rappresentate designato da GEMINA (lo statuto non prevede il sistema di voto per corrispondenza, mentre per quanto concerne la notifica alla società della delega per la partecipazione all'assemblea, questa può avvenire anche mediante invio del documento all'indirizzo di posta elettronica certificata indicato nell'avviso di convocazione), e da ultimo il verbale (contenente anche la rendicontazione delle votazioni) dell'assemblea ordinaria del 19 aprile 2011²¹⁴. Con riferimento all'art. 125-quater, comma 2°, TUF che pone in capo alla società l'obbligo di mettere a disposizione sul proprio sito la rendicontazione delle votazioni e il verbale dell'assemblea, la dottrina, richiamando il primo paragrafo dell'art. 14 della Direttiva, ha osservato che come lo stesso sia « destinato ad incidere sull'istituto del verbale assembleare, definendone a livello comunitario una sorta di "contenuto minimo", disponendo che "la società determina per ogni delibera almeno il numero delle azioni per le quali sono stati espressi voti validi, la proporzione di capitale che tali voti rappresentano, il numero totale di voti validamente espressi, nonché il numero di voti favorevoli e contrari alla delibera e, se applicabile il numero delle astensioni"»²¹⁵.

²¹⁴ www.gemina.it/it/corporate/doc_assemb.php e www.gemina.it/it/corporate/statutoso.php

²¹⁵ Così ABRIANI, cit., 21.

Le norme secondarie dedicate al voto per corrispondenza sono contenute nel Regolamento Emittenti predisposto dalla CONSOB, specificatamente negli artt. 140-143²¹⁶sotto il Capo III rubricato “Voto per corrispondenza o in via elettronica”²¹⁷.

Passando, seppur brevemente, ad analizzare le regole attinenti alle modalità di esercizio del voto per corrispondenza²¹⁸, l’art. 140 , 1° comma, riproduce quanto previsto espressamente dalla Direttiva con riferimento al profilo dell’identificazione degli azionisti nel caso di esercizio del voto per corrispondenza, e cioè “le società che consentono l’esercizio del voto secondo questa modalità possono condizionarlo unicamente alla sussistenza di requisiti per l’identificazione dei soggetti a cui spetta il diritto di voto, proporzionati al raggiungimento di tale obiettivo”. Il secondo comma dell’art. 140 riproduce quasi integralmente il primo comma del vecchio art. 140, con la sola variazione che la disciplina attuale prevede che la scheda di voto sia predisposta in modo da garantire la riservatezza del voto fino allo scrutinio, diversamente la vecchia norma contemplava la segretezza del voto.

Alla stregua di quanto fissato dalla Direttiva, la CONSOB ha introdotto la pubblicazione da parte dell’emittente sul proprio sito internet della scheda per esercitare il diritto di voto per corrispondenza, fermo restando, come già prevedeva

²¹⁶ Vigente il vecchio testo del Regolamento Emittenti, le norme relative al voto per corrispondenza erano contenute sotto il Capo II rubricato “Voto per corrispondenza”, il testo del R.E precedente alle novità introdotte l’11 aprile del 2011 è consultabile su www.consob.it.

²¹⁷ Per quanto concerne la disciplina in tema di esercizio del diritto di voto mediante mezzi elettronici si registra nella letteratura giuridica l’opinione che «la Direttiva 2007/36/CE abbia indotto il nostro legislatore a compiere un ulteriore passo avanti nell’introduzione delle nuove tecnologie nell’ambito del procedimento assembleare», ABRIANI, cit., 18. E’ appena il caso di osservare che il d.lgs. 27/2010 ha marginalmente innovato anche l’ultimo comma dell’art. 2370 c.c. Se la riforma organica del diritto societario del 2003 aveva demandato all’autonomia statutaria la possibilità di “*consentire l’intervento in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione o l’espressione del voto per corrispondenza*”, il suddetto decreto ha integrato quest’ultima disposizione, fissando la facoltà di adottare, in via statutaria, l’espressione del voto in via elettronica.

²¹⁸ Una puntuale ricostruzione della «genesi storica» e delle variegate fonti normative di questo istituto esula da questo lavoro, sia consentito rimandare, da ultimo, a MAGLIULO, *Sub art. 2370*, in Commentario Romano del nuovo diritto delle società, (a cura di D’Alessandro), Roma, Piccin, v.3, 2010, 691.

la vecchia disciplina, il fatto che *“l'emittente rilascia anche tramite i depositari, la scheda di voto a chiunque legittimato a partecipare all'assemblea, ne faccia richiesta”*. Per quanto concerne il termine entro il quale la scheda di voto deve giungere alla società, eliminata la possibilità che possa pervenire attraverso il depositario, si è sostituito il vecchio termine delle quarantotto ore precedenti l'assemblea, con un il giorno precedente l'assemblea.

Ferma la possibilità di revocare il voto espresso per corrispondenza, sulla scorta della nuova disciplina, potrà essere revocato anche con dichiarazione resa dall'interessato nel corso dell'assemblea. In ultimo, nell'ipotesi, di modifica o integrazione delle proposte sottoposte all'assemblea, oltre alla facoltà di scegliere fra l'astensione, il voto contrario e l'adesione alle *“proposte di voto espresse dall'organo amministrativo o da altro azionista”*²¹⁹, il titolare del diritto che ha espresso il voto per corrispondenza può scegliere tra: la conferma del voto già espresso, la revoca del voto già espresso con gli effetti previsti dall'articolo 138, comma 6²²⁰. In assenza di una manifestazione di volontà, si intende confermato il voto già espresso.

2.13. La partecipazione “virtuale” all'assemblea. In ordine alla partecipazione all'assemblea attraverso mezzi elettronici *“in assenza”*, sulla scorta dell'art. 143 bis²²¹ del R.E., questa si può essere modulata secondo più varianti: la partecipazione elettronica potrà consistere nella trasmissione in tempo reale dell'assemblea, nell'intervento in assemblea da altra località mediante sistemi di comunicazione in tempo reale a due vie, ovvero potrà prevedere l'esercizio del diritto di voto prima

²¹⁹ Così art. 143, 3° comma, vecchio testo.

²²⁰ E cioè le azioni saranno comunque computate ai fini della regolare costituzione dell'assemblea; le medesime azioni non saranno tuttavia computate ai fini del calcolo della maggioranza e della quota di capitale richiesta per l'approvazione delle delibere.

²²¹ Questo articolo, rubricato *“partecipazione all'assemblea con mezzi elettronici*, è stato introdotto all'interno del R.E. al seguito delle modifiche apportate allo stesso per adeguarlo alla nuova disciplina introdotta dal d.lgs. 27/2010.

dell'assemblea o durante il suo svolgimento²²², senza che sia necessario designare un rappresentante fisicamente presente alla medesima.

Dinnanzi ad uno scenario normativo di siffatta natura, l'autonomia statutaria gode di un'ampia gamma di varianti nella definizione del contenuto delle clausole sul voto elettronico²²³.

Allo stesso modo²²⁴ di quanto previsto in tema di voto per corrispondenza²²⁵ le società che consentono l'utilizzo dei mezzi elettronici possono condizionarlo

²²² La letteratura giuridica ha evidenziato come l'autonomia statutaria potrebbe attuare il «voto elettronico in *absentia* (o se si vuole per corrispondenza elettronica), esercitato prima dell'assemblea», «il voto elettronico diretto, esercitato durante lo svolgimento dell'assemblea», «il voto per delega elettronica». Per quanto concerne la seconda tipologia di voto elettronico, cioè quello esercitato in assemblea, il R.E. ha rimesso all'autonomia statutaria la fissazione delle modalità di esercizio dello stesso. Con riferimento al cosiddetto voto in *absentia*, il R.E. prevede una disciplina espressa ricalcata su quella del voto per corrispondenza. In ultimo, il voto per delega elettronica, o meglio la definizione delle modalità con le quali procedere al «conferimento della delega attraverso mezzi elettronici è stata rimessa dal nuovo art. 135-novies TUF a un emanando regolamento del Ministro della Giustizia, sentita la Consob». Il virgolettato nel testo è di ABRIANI, cit., 19 ss.

²²³ Esemplare sul punto, si può considerare, l'art. 6 dello Statuto di Banca Italease²²³ il quale contempla che: *“L'assemblea ordinaria e straordinaria può riunirsi mediante video conferenza o teleconferenza con intervenuti dislocati in più luoghi, contigui o distanti, purché siano rispettati il metodo collegiale e i principi di buona fede e di parità di trattamento fra i soci. In particolare sono condizioni essenziali per la validità delle assemblee in video e teleconferenza che:*

-sia consentito al Presidente dell'assemblea, anche a mezzo del suo ufficio di presidenza, di accertare l'idoneità e la legittimità degli intervenuti, regolare lo svolgimento dell'adunanza, constatare ed accertare i risultati delle votazioni;

-sia consentito al soggetto verbalizzante di percepire adeguatamente gli eventi assembleari oggetto di verbalizzazione;

-sia consentito agli intervenuti di partecipare alla discussione e alla votazione simultanea sugli argomenti all'ordine del giorno;

-vengano indicati nell'avviso di convocazione (salvo che si tratti di assemblea riunita ai sensi dell'art. 2366 c.c. comma 4° del c.c.) i luoghi audio/video collegati a cura della società, nei quali gli intervenuti potranno affluire dovendosi ritenere svoltasi la riunione nel luogo ove saranno presenti il presidente ed il soggetto verbalizzante;

-i partecipanti all'assemblea collegati a distanza devono poter disporre della medesima documentazione distribuita ai presenti nel luogo dove si tiene la riunione”.

Il testo integrale dello statuto è disponibile su (www.spaitalia.it).

unicamente alla sussistenza di requisiti per l'identificazione dei soggetti a cui spetta il diritto di voto e per la sicurezza delle comunicazioni, proporzionati al raggiungimento di tali obiettivi.

2.14. Voto per corrispondenza e voto in via elettronica a confronto. Ad una prima lettura delle norme, mi sembra che il legislatore nell'introdurre la nuova disciplina relativa al voto per corrispondenza o attraverso mezzi elettronici non abbia colto la possibilità di demandare alla CONSOB la regolazione delle concrete modalità di identificazione degli azionisti, vale a dire degli strumenti necessari per verificare la provenienza del voto esercitato per corrispondenza o in via elettronica, come consentito dall'art. 12 della Direttiva. Inoltre, non si comprende quale sia il motivo che abbia indotto il legislatore a non considerare giuridicamente rilevanti la trasparenza ed i conflitti di interesse inerenti l'adozione di tali procedure di voto, diversamente che nel caso dell'esercizio del voto per delega²²⁶.

Inoltre, rimane sullo sfondo la perplessità per il fatto che il legislatore abbia disciplinato nello stesso articolo il voto per corrispondenza ed il voto attraverso mezzi elettronici (nonché la possibilità di intervenire in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione), prevedendo la possibilità che lo statuto li consenta entrambi piuttosto che porli come alternativi l'uno all'altro, nonostante, i medesimi rilevino nella prospettiva di una collegialità²²⁷ affievolita²²⁸ delle decisioni sociali, tuttavia, gli

²²⁴ Anche con riferimento all'esercizio del voto prima dell'assemblea mediante mezzi elettronici, l'art. 143 *ter* del R.E. richiama e/o riproduce norme dettate per l'istituto del voto per corrispondenza.

²²⁵ Il contenuto precettivo delle disposizioni relative al voto per corrispondenza è ampiamente "richiamato" nelle norme in tema di voto attraverso mezzi elettronici.

²²⁶ Nel capitolo dedicato al voto per delega si procederà ad un'analisi dettagliata delle norme al quale soggiace il soggetto delegato al fine di preservarne l'indipendenza e/o regolarne il comportamento, nel tentativo di assicurare le condizioni ottimali di rispetto delle volontà del voto del soggetto delegante e della riservatezza delle istruzioni di voto. Nel caso, ad esempio, che il consiglio di amministrazione nell'istituire procedure di voto a distanza venga in possesso in via preventiva di dati che utilizza in conflitto di interessi per condizionare l'esito delle votazioni, con riferimento al voto per corrispondenza o attraverso mezzi elettronici, non sono previste forme di tutela per gli azionisti come quelle predisposte nell'ipotesi di voto per delega.

²²⁷ Com'è a tutti noto, all'assetto organizzativo delle società di capitale è connaturato il metodo collegiale in virtù del quale tutti gli azionisti devono essere convocati nello stesso luogo e nel medesimo

stessi appaiono produrre effetti diversi rispetto all'obiettivo del rafforzamento della partecipazione degli azionisti alla riunione assembleare, perseguito dalla Direttiva. Se il voto attraverso mezzi elettronici si mostra funzionale ad agevolare la partecipazione, seppur virtuale, degli azionisti all'assise assembleare, l'uso del voto per corrispondenza sembra favorire il diverso, e contrario al primo, fenomeno della formazione del voto extrassembleare, cioè prima ed al di fuori dell'assemblea²²⁹.

Fermo restando lo scarso *appeal* esercitato nella nostra esperienza giuridica dal voto per corrispondenza, forse ci si può interrogare sulla possibilità di considerarlo più come strumento di supporto dell'esercizio del voto che non come modalità di eliminazione della partecipazione all'assemblea, e in ultima istanza dell'assemblea stessa, svuotandola del ruolo di contesto di discussione e confronto tra gli azionisti.

Sotto quest'ultimo profilo, il “*Council of Institutional Investors*”²³⁰, nell'ambito dei propri principi generali di “*Corporate governance 2010*”, con riferimento all'utilizzo di strumenti di voto a distanza ha voluto ribadire che essi

istante in modo da potersi confrontare e poi esprimere la loro preferenza sugli argomenti posti all'ordine del giorno. Per ulteriori considerazioni, anche di taglio storico, intorno «alla necessità o superfluità di una assemblea» GALGANO, *La forza del numero e la legge della ragione*, Bologna, Il Mulino, 2007, 194 ss.

²²⁸ Con esclusivo riferimento alla riforma organica del diritto societario del 2003, la semplificazione e l'affievolimento del metodo collegiale sono il risultato, sotto un primo profilo, della possibilità di prendere parte all'assemblea attraverso mezzi di telecomunicazione (già prima della riforma la dottrina riteneva legittimo il sistema della videoconferenza), e sotto un secondo profilo, della facoltà di introdurre il voto per corrispondenza (già adottato dalla legislazione speciale). Se una parte della dottrina considera il voto per corrispondenza una deroga al metodo della metodo collegiale, la letteratura giuridica qualifica la partecipazione in video-conferenza come una peculiare applicazione del medesimo. Il ricorso alla prima modalità di voto consente all'azionista di esprimere il proprio voto solo in relazione ad una specifica proposta già definita, ponendo il problema di come utilizzare il voto manifestato nel caso di un mutamento di contenuto della stessa a seguito della discussione in sede assembleare. La possibilità della riunione in video-conferenza determina la necessità di rispettare “il metodo collegiale e i principi di buona fede e di parità di trattamento dei soci”(Massima n. 1, Consiglio Notarile di Milano). I suddetti principi generali sono stati, da ultimo, ribaditi dall'art. 4 della Direttiva 2007/36/CE secondo al quale “*la società assicura la parità di trattamento di tutti gli azionisti che si trovano nella stessa posizione per quanto concerne la partecipazione e l'esercizio dei diritti di voto in assemblea*”.

²²⁹ Per una dettagliata illustrazione del fenomeno del voto extrassembleare, per tutti, v. S. ROSSI, *Il voto extrassembleare nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 1997

²³⁰ Si tratta di un'associazione americana che rappresenta gli interessi dei grandi fondi pensione e degli investitori istituzionali con obiettivi di investimento a lungo termine.

devono essere intesi come supporto e non già sostitutivi della partecipazione personale (anche per delega) alle assemblee dei soci²³¹.

TERZO CAPITOLO

LE DELEGHE “SPONTANEE”

SOMMARIO: 3.1. L’art. 2372 c.c. tra vecchio e nuovo testo. - 3.2. La rappresentanza nelle società quotate: art. 135-*novies* TUF. - 3.2.1. Il voto divergente.- 3.3. Il rappresentante in conflitto di interessi. - 3.4. il rappresentante designato dalla società.

3.1. L’art. 2372 c.c. tra vecchio e nuovo testo. Muovendo dal profilo che maggiormente sembra interessare la Direttiva recepita dal d.lgs. 27/2010, e cioè dall’introduzione di regole funzionali a rivitalizzare la partecipazione dei soci (anche e soprattutto in ottica *cross-border*) al governo della società, uno dei primi aggiustamenti operati dal legislatore è la soppressione, per la specifica ipotesi delle società quotate e ad azionariato diffuso, dei rigorosi limiti al conferimento della

²³¹ “*Companis should hold shareowner meetings by remote communication (so called electronic or Cyber meetings) only as a supplement to traditional in-person shareowner meetings not as a substitute*” e “*All directors should attend the annual shareowners’ meeting and be available, when requested by the chair, to respond directly to oral or written questions from shareowner*”, così THE COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVESTORS, *Corporate Governance Policies*, testo integrale disponibile su www.cii.org.

rappresentanza assembleare previsti dall'art. 2372 c.c. In particolare, l'art. *de quo*²³², come novellato, con riferimento alle sole assemblee delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e nelle società cooperative, dispone il principio generale per il quale coloro ai quali spetta il diritto di voto²³³ possono farsi rappresentare nelle medesime.

Prima dell'attuale riforma, il primo comma dell'art. 2372 c.c., come modificato dalla riforma organica del diritto societario del 2003, recitava che “*salvo disposizione contraria dello statuto*²³⁴, *i soci possono farsi rappresentare nell'assemblea*”, quindi il legislatore del 2003, con il solo riferimento alle cd. società per azioni “chiuse”, ribadiva la posizione di diffidenza della disciplina codicistica verso questo istituto, vale a dire il rischio del prodursi di pratiche illecite connesse all'uso della rappresentanza assembleare aveva determinato la scelta normativa di ribadire il ricorso a norme imperative nell'ottica del contenimento di ogni forma di abuso che, diversamente, sarebbe stato difficile scongiurare laddove si fosse operato attraverso norme soltanto dispositive, derogabili da parte dello statuto, che in tal caso avrebbe potuto di fatto avallare un uso indiscriminato degli altrui diritti di voto²³⁵. In

²³² In forza di quanto disposto dall'art. 7 del d.lgs. 27/2010, sia le modifiche codicistiche che la maggior parte delle novità introdotte nel TUF, “si applicano alle assemblee il cui avviso di convocazione sia pubblicato dopo il 31.10.2010”. Nonostante le norme in tema di rappresentanza assembleare siano state oggetto di una significativa riforma da parte del d.lgs. 27/2010, il legislatore della riforma non ha chiarito quali i motivi sottostanti le innovazioni introdotte nella previgente disciplina. Dallo stesso testo della relazione ministeriale si può soltanto prendere atto che “esigenze di funzionalità hanno indotto anche a rivedere la disciplina della rappresentanza dei soci in assemblea ed a chiarire i dubbi interpretativi che la preesistente disciplina aveva sollevato”.

²³³ La letteratura giuridica ha osservato che con la locuzione “coloro ai quali spetta il diritto di voto”, il legislatore abbia voluto prendere in considerazione «le ipotesi in cui, a causa di particolari fenomeni di dissociazione tra la proprietà dell'azione e l'esercizio dei diritti sociali, altri soggetti sono investiti del diritto di voto in luogo dell'azionista vero e proprio», MAGLIULO, *Sub art. 2372*, in Commentario Romano del nuovo diritto delle società, (a cura di D'Alessandro), Roma, Piccinin, v.3, 2010,, 724.

²³⁴ La riforma organica del diritto societario del 2003 ha interessato solo marginalmente il contenuto dell'art. 2372 c.c., limitandosi a sostituire l'espressione “atto costitutivo” con quella di “statuto”.

²³⁵ Per una puntuale illustrazione di questo principio v. G. ROSSI-STAMBLINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. Soc.*, 2003, I, 1. In

definitiva l'art. 2372 c.c., nuovo stile, , nel consentire la rappresentanza assembleare, da un lato rintuzza il principio della tendenziale ammissibilità della rappresentanza negoziale, dall'altro, in special modo per le società per azioni "chiuse", fissa "lacci e laccioli" che derogano nel caso di specie ai principi di diritto comune²³⁶.

Nelle società a capitale diffuso, come già illustrato, i c.d. piccoli azionisti investitori che, scoraggiati dai costi e mortificati dallo scarso peso del loro voto, nel caso più tipico, e più semplice disertano l'assemblea, sulla premessa che con il d.lgs. 27/2010, con riferimento alle società con azioni quotate nei mercati regolamentati, il legislatore ha fissato l'insopprimibilità dell'istituto²³⁷, emerge la sensazione che l'uso dell'istituto della rappresentanza non venga più considerato un fenomeno sporadico, frutto di decisioni di singoli soci che, in ogni caso, mostrano la società emittente disinteressata ai suoi sviluppi. Si tratta, quindi, di una riforma volta a realizzare un più ampio uso dello strumento della rappresentanza assembleare al fine di favorire la democrazia societaria.

Con riferimento a tutte le società per azioni, l'art. 2372 c.c., 3 comma, prevede che la delega non possa "mai essere rilasciata in bianco", ponendo in tal modo una limitazione all'esercizio del potere di rappresentanza in assemblea, e che la medesima sia "sempre revocabile nonostante ogni patto contrario"²³⁸. L'esclusione della

ottica comparatistica v. CORAPI, *Mandatory and non mandatory rules in Corporation Law*, in *Riv. dir. comm. int.*, 2002, I, 497.

²³⁶ Nelle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e nelle società cooperative, con riferimento alla rappresentanza assembleare, l'autonomia statutaria può tanto escludere il ricorso alla deleghe spontanee, vale a dire alla rappresentanza volontaria nell'assemblea, quanto stabilire vincoli specifici nell'uso dell'istituto, come ad esempio, fissare limiti numerici ulteriori rispetto a quelli legali per la quantità di deleghe di cui ciascun delegato può farsi portatore. Per un approfondimento della questione, nonché per la possibilità di applicare i «limiti statutari alla rappresentanza organica e legale ovvero alla procura generale» v. MAGLIULO, cit., 727 e 728; C. PASQUARIELLO, *Sub art. 2372, La nuova disciplina dei diritti degli azionisti, Commentario*, a cura di Guerrieri, in *Nuove leggi civili commentate*, f.n. 4, 582.

²³⁷ Nello stesso senso v. MAGLIULO, cit., 728.

²³⁸ E' appena il caso di ricordare che i principi espressi nel terzo comma dell'art. 2372 c.c. erano già contemplati nella struttura dello stesso, come modificato dalla legge 261/1974, mentre questa locuzione è stata introdotta dalla riforma organica del diritto societario del 2003. Sulla possibilità di revoca della delega, vigente il vecchio testo, v., ex pluribus, Sacchi, *L'intervento e il voto nell'assemblea*, 390. Inoltre,

legittimità della c.d. “delega in bianco” è funzionale ad evitare un uso spregiudicato delle procure di voto derivante dall’apatia che caratterizza i c.d. azionisti-investitori nei confronti delle vicende societarie. L’incondizionata revocabilità della procura consente al titolare del diritto di voto di riappropriarsi in qualsiasi momento dell’esercizio dello stesso²³⁹.

L’art. 2372 c.c. richiede per la delega la forma scritta²⁴⁰. Le letterature giuridiche hanno evidenziato come questa regola sia funzionale ad evitare gli eventuali contrasti intorno alla difficoltà di verificare l’esistenza del potere rappresentativo, i quali potrebbero, in ultima istanza, vulnerare la certezza delle decisioni sociali²⁴¹. Corrobora questa considerazione l’obbligo, posto a carico della società, di conservare la relativa documentazione, il medesimo è finalizzato a realizzare le suddette istanze di stabilità dei rapporti sociali²⁴².

Inoltre, i limiti alla rappresentanza posti dai commi 5 e 6 dell’art. 2372 c.c. segnatamente non operano per le società con azioni quotate nei mercati regolamentati²⁴³ diverse dalle società cooperative. Le due novità più importanti,

«nel silenzio della legge e stante il principio della libertà delle forme, deve ritenersi che la revoca possa essere operata anche per fatti concludenti», MAGLIUOLO, cit., 738.

²³⁹ La dottrina ha osservato come la revoca della procura operi efficacemente anche per l’ipotesi in cui venga conferita nell’interesse del delegato o di terzi ovvero sia conferita collettivamente, nonché avvenga senza giusta causa. Per una dettagliata ricostruzione della discussione dottrinale sulla revocabilità delle delega, v. BUSANI, *Commento art. 2372, Il nuovo diritto delle società*, (a cura di) Maffei Alberti, Padova, CEDAM, 2005, 491; CARATTOZZOLO, *Commento art. 2372*, in *La riforma del diritto societario*, a cura di Lo Cascio, Milano, Giuffrè, 2003, 344, da ultimo, v. MAGLIUOLO, cit., 739 e 740.

²⁴⁰ Dottrina e giurisprudenza sono concordi nel ritenere che non obbligatoria la forma autentica o pubblica. Sul punto v. Trib. Bologna, 29 novembre 1969, in *Giur. It.*, 1971, 1, 2, 154; App. Genova, 6 dicembre 1994, in *Vita Notarile*, 1995; App. Genova, 19 luglio 1995, in *Giur. It.*, 1995, 1, 2, 784; in dottrina, tra altri, v. GATTI, cit., 109; SACCHI, cit., 387.

²⁴¹ In tal senso v. GATTI, cit., 110, SACCHI, cit., 388.

²⁴² Sul punto, risalente in giurisprudenza App. Torino, 19 novembre 1964, in *Dir. Fall.*, 1965, II, 120; Cass., 17 aprile 1972, n. 1214, in *Dir. fall.*, 1972, II, 986. In dottrina v. GATTI, cit., 114; SACCHI, cit., 387.

²⁴³ Per quanto concerne il fenomeno delle società che fanno ricorso al mercato di rischio, dal combinato disposto degli artt. 2325-bis c.c. e 111-bis delle disposizioni di attuazione al codice civile, introdotto dalla riforma organica del diritto societario del 2003, si evince che “ai fini dell’applicazione [delle norme relative al CAPO V, rubricato “Società per azioni], sono società che fanno ricorso al mercato

correlate alla necessità di rafforzare la partecipazione dei soci (in special modo medio-piccoli), comportano che nelle suddette società:

-la rappresentanza può essere conferita anche ai membri degli organi amministrativi o di controllo, nonché ai dipendenti delle società, alle società da essa controllata e ai membri degli organi amministrativi e di controllo di queste²⁴⁴;

-una stessa persona può rappresentare un numero illimitato di soggetti ai quali spetta il diritto di voto²⁴⁵. Prima della riforma operata dal d.lgs. 27/2010, già la prassi aveva dimostrato l'inutilità di porre un limite alla quantità di azionisti che uno stesso delegato poteva rappresentare. La possibilità, infatti, di “affidare” le procure di voto a più soggetti vicini o comunque coordinati dal *proxy agent*, nonché la presenza di indicazioni di voto scritte e vincolanti, finiva con il determinare solo un'inefficienza del sistema e non consentiva di eliminare i rischi connessi ad una sollecitazione abusiva delle deleghe²⁴⁶. Questa infatti ben poteva essere realizzata, a monte, utilizzando poi più soggetti a valle come delegati al voto.

del capitale di rischio le società con azioni quotate in mercati regolamentati o diffuse fra il pubblico in misura rilevante”, cioè “quella stabilita a norma dell'articolo 116 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e risultante alla data del 1 gennaio 2004”.

²⁴⁴ In ottica comparatistica, per quanto concerne la rappresentanza in assemblea, il legislatore tedesco ha deregolamentato il rilascio delle deleghe alle banche (v. *Depotstimmrecht*, § 135 *AktG*, nuovo testo), e cioè, in assenza di specifiche istruzioni di voto da parte dell'azionista, la banca delegata sarà obbligata a:

- esercitare il diritto di voto secondo il contenuto della proposta in precedenza indicata dalla banca stessa;
- esercitare (ferma la possibilità di revoca) il voto secondo le indicazioni fornite dall'organo amministrativo e dal consiglio di sorveglianza della società interessata;
- in ogni caso la banca delegata ha l'obbligo di permettere all'azionista delegante di indicare, nella procura di voto rilasciata alla banca, un diverso rappresentante per l'esercizio del voto.

²⁴⁵ Tali norme dovrebbero, tra l'altro, consentire l'abbattimento di spese di partecipazione a carico dell'azionista, agevolando al contempo le procedure di voto.

²⁴⁶ L'istituto della sollecitazione delle deleghe e i profili problematici ad esso sottostanti saranno dettagliatamente affrontati nel prosieguo del lavoro.

Il nuovo testo dell'art. 2372 c.c., dal quale sono stati espunti i limiti soggettivi ed oggettivi alla rappresentanza assembleare delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, supera l'atavica convinzione del legislatore italiano che quest'istituto vada disciplinato più nell'ottica dei pericoli correlati ad un uso improprio dello stesso²⁴⁷ che nell'ottica dei benefici che se ne possono trarre per la partecipazione dei soci alle vicende societarie²⁴⁸. In tal senso il principio introdotto dal legislatore è quello di vincolare la discrezionalità del rappresentante in conflitto di interessi, e non di impedire la nomina di un soggetto legato alla società²⁴⁹.

3.2. *La rappresentanza nelle società quotate: art. 135-novies TUF.* Il d.lgs. 27/2010 ha aggiunto nel TUF, sotto il CAPO II "Disciplina delle società con azioni quotate", la Sezione III, rubricata "Deleghe di voto". In quest'ultima sezione è stato introdotto l'art. 135-novies, rubricato "Rappresentanza nell'assemblea". Dal combinato disposto degli artt. 2372 c.c., nuovo stile, si deduce che, fissato il principio generale della rappresentanza in assemblea per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, l'azionista delegante di una società quotata può indicare un unico rappresentante per ciascuna assemblea²⁵⁰:

²⁴⁷ In uno dei primi commenti offerti dalla dottrina sull'eliminazione dei limiti soggettivi si osserva che quest'ultima consentendo «il conferimento di deleghe anche a favore, oltre che dei soci di riferimento, degli stessi componenti del consiglio di amministrazione ed in genere di altri esponenti del management» finirà con il «radicalizzare l'influenza dominante degli azionisti di controllo, di cui usualmente anche il management è espressione, ovvero là dove ci si trovasse a ragionare di autentiche public company [...] addirittura per radicalizzare il fenomeno della scissione tra proprietà e controllo», GUIZZI, *Gli azionisti e l'assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in *RDS*, 2011, f. 1, 75 ss; *Los derechos de los Accionistas en las Sociedades Cotizadas*, a cura di *Abriani* ed altri, Editorial Tirant Lo Blanche, 2010.

²⁴⁸ Per un'attenta disamina della questione, vige il vecchio testo, v. *CARDARELLI*, cit., 337.

²⁴⁹ Nel prosieguo verrà puntualmente analizzato l'art. 135-decies introdotto dal d.lgs. 27/2007 (coerentemente con l'art. 10 della Direttiva) e rubricato "Conflitto di interessi del rappresentante e dei sostituti".

²⁵⁰ Sul punto va osservato che l'art. 2372 c.c. è stato profondamente innovato, nello specifico integrato, dal d.lgs. 27/2010. Vigente il vecchio testo, il medesimo contemplava la sola possibilità di conferire la rappresentanza per le singole assemblee, con effetto anche per le successive convocazioni, costituendo una disposizione a carattere generale valida per tutte le società per azioni e non, come a seguito della riforma per le sole società per azioni che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio. La *ratio* sottostante il vecchio dettato era quella di evitare che un conferimento generale (cioè per tutte le assemblee) della rappresentanza assembleare potesse favorire l'affermarsi del disinteresse dei soci alle vicende societarie. Tuttavia, nella prassi societaria il concreto operare di questi principi aveva finito con il

- con effetto per le successive convocazioni²⁵¹, salvo che si tratti di procura generale o di procura conferita da una società, associazione, fondazione o altro ente collettivo o istituzione ad un proprio dipendente²⁵²;

produrre significative difficoltà pratiche, tanto che nella giurisprudenza di merito venne affermandosi la “legittimità” del ruolo di rappresentante generale dell’azionista. Il novellato art. 2372 c.c. si inserisce, recependolo, in tale prospettiva interpretativa mirante ad affievolire l’inflessibilità del principio che consente la delega solo per singole assemblee. Inoltre, il limite del rilascio della delega per la singola assemblea è stato soppresso per le società diverse da quelle che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, probabilmente, ritenendo lo stesso maggiormente rischioso per le società caratterizzate da un azionariato polverizzato. In definitiva, nelle società diverse da quelle che ricorrono al mercato di rischio non solo deve considerarsi legittimo l’esercizio del diritto di voto attraverso un procuratore generale, ma non sussistono neanche limiti al contenuto della procura, salvo quelli tratti dai principi generali in tema di rappresentanza generale. Per un maggior approfondimento della questione relativa al rilascio della procura per le singole assemblee, in dottrina v. GATTI, cit., 124; SACCHI, *Assemblea. L’intervento e il voto nell’assemblea di s.p.a. Profili procedurali*, in *Trattato delle Società per Azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Vol. 3*, Torino, 1994, 415; P.G. MARCHETTI, *Intervento in assemblea*, in *Contratto e Impresa*, I, 1986, 990. Sul punto in giurisprudenza v. App. Milano, 14 luglio 1989, in *Società* 1990, I, 315; *contra* v. Cass., 20 luglio 1988, n. 4709, in *Società*, 1988, II, 1030; Trib. Verona, 20 novembre 1993, in *Gius.*, 1994, 188.

²⁵¹ La locuzione che specifica che il conferimento di poteri ha “effetto anche per le successive convocazioni” era già parte del contenuto del vecchio testo dell’art. 2372 c.c. che ne prevedeva l’applicazione anche nei confronti delle società diverse da quelle che ricorrono al mercato del capitale di rischio. Il novellato articolo 2372 c.c. involge due questioni problematiche. Sotto un primo profilo, già rilevante vigente il vecchio art. 2372 c.c., occorre interrogarsi sulla possibilità se l’effetto estensivo della rappresentanza si produca ipso iure ovvero se sia necessario che il delegante, al momento del rilascio della procura, indichi espressamente che la stessa debba considerarsi valida anche per le convocazioni successive. Sulla premessa che nel contenuto della procura non siano ricomprese peculiari limitazioni sul tema, quando venga conferito ad un soggetto il potere di intervenire e di votare in una determinata assemblea, e la stessa dovesse andare deserta, sembra razionalmente sostenibile che per “portare a termine” (salvo non intervenga una revoca della delega) quello che si potrebbe qualificare come “l’incarico che gli è stato attribuito” sia necessario che il delegato possa intervenire e votare in assemblea per il delegante anche nell’assemblea in seconda ovvero terza convocazione. Sotto un secondo profilo, sulla scorta delle novità introdotte dalla riforma, occorre domandarsi se il principio dell’automatica efficacia della delega specifica alle convocazioni successive della medesima assemblea, pur essendo fissato per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio valga anche per tutte le altre società. La letteratura giuridica, muovendo dal fatto che «l’estensione è il frutto dell’applicazione dei principi generali sulla rappresentanza», ritiene che la suddetta efficacia operi anche le società diverse da quelle che ricorrono al mercato del capitale di rischio. Il virgoletto è di MAGLIULO, cit., 738.

²⁵² La seconda parte del secondo comma dell’art. 2372 c.c. attenua il principio che ammette la delega solo per singole assemblee, escludendo l’applicazione del medesimo nel caso della procura generale ovvero di procura conferita da una società, associazione, fondazione o altro ente collettivo. In ordine all’ipotesi del rilascio di una procura generale il legislatore probabilmente ha ritenuto che venisse meno il pericolo di pratiche illecite intorno all’uso dell’istituto della rappresentanza nel caso in cui un soggetto attraverso la procura generale affidi la gestione del proprio portafoglio di investimenti ad un soggetto terzo, fenomeno in sé legittimo. Nel caso di specie, la dottrina ha riconosciuto un’utilità assoluta alla

- fermo il potere di indicare “sostituti”, ad esempio, si potrebbe pensare alla designazione di professionisti specializzati in ambiti differenti²⁵³.

In sede di prima consultazione del documento relativo al recepimento della Direttiva DSHR, Assogestioni auspicava la soppressione del vincolo secondo il quale la delega poteva essere conferita per una sola riunione assembleare, salvo l'ipotesi di una procura generale conferita ad un proprio dipendente dal socio che sia una società o altro dipendente collettivo. Si riteneva che la suddetta eliminazione fosse funzionale ad agevolare ed incoraggiare l'esercizio di voto da parte, soprattutto, dei fondi comuni di investimento italiani ed esteri. In tal senso, le società che gestiscono i fondi avrebbero potuto conferire la delega tanto ad un soggetto gestore esterno quanto ad un *proxy agent* e ciò avrebbe comportato, ferma restando l'autonomia del delegante sulle istruzioni di voto, un'accelerazione dei processi decisionali²⁵⁴.

Per quanto concerne il potere di sostituzione del primo delegato, va osservata una distonia tra la rappresentanza assembleare nelle società quotate e quella nelle assemblee di tutte le altre società, vale a dire per queste ultime il rappresentante può farsi sostituire solo da un singolo soggetto e non da una pluralità come nelle quotate. L'atteggiamento del legislatore verso il fenomeno della sub-rappresentanza nelle

rappresentanza assembleare, soprattutto in casi, ad esempio, come quello di un rappresentato che per infermità non possa occuparsi della gestione del proprio portafoglio di investimenti, e per il quale potrebbe essere assai difficile rilasciare una delega specifica per ogni singola assemblea, BUSANI, *Commento art. 2372*, in *Società*, 490. Con riferimento alla procura conferita da una società associazione, fondazione o altro ente collettivo o istituzione ad un proprio dipendente, la stessa «estende al dipendente dell'ente rappresentato lo stesso regime valevole per l'organo gestorio dell'ente medesimo. Non v'è dubbio che la limitazione del potere rappresentativo a singole assemblee non vale per il caso di rappresentanza organica, che in quanto tale non configura un fenomeno di rappresentanza volontaria e non è soggetta a detta limitazione. [...] L'estensione del regime valevole per gli organi rappresentativi di enti personificati alle procure conferite ai dipendenti, le quali invece configurano pur sempre fattispecie di rappresentanza volontaria, è stata disposta dal legislatore per impedire che la rigida applicazione del principio secondo cui la rappresentanza deve essere conferita solo per singole assemblee imponesse di richiedere in ogni caso la presenza dei legali rappresentanti del socio persona giuridica, ovvero il rilascio di procure specifiche», MAGLIULO, cit., 736 c.c.

²⁵³ Art. 135-*novies*, 1 comma, “Colui al quale spetta il diritto di voto può indicare un unico rappresentante per ciascuna assemblea, salva la facoltà di indicare sostituti.

²⁵⁴ Il testo integrale del documento in consultazione e delle osservazioni al medesimo fornite da ASSOGESTIONE è consultabile sul sito www.dt.tesoro.it.

quotate è espressione di un più generale *favor* di partecipazione dell'azionista alle vicende sociali, realizzato attraverso l'agevolazione dell'utilizzo della rappresentanza nelle stesse. Tuttavia, si afferma come regola generale di tutte le società per azioni, quella per la quale è solo il rappresentato ad avere il potere di indicare il/i sub-delegato/i²⁵⁵.

All'interno della categoria delle società che ricorrono al capitale di rischio, l'art. 135 *–novies*, solo relativamente al sottoinsieme delle società quotate, contempla:

- in capo all'azionista la possibilità di nominare un rappresentante diverso per ciascuno dei conti, destinati a registrare i movimenti degli strumenti finanziari (v. comma 2°);

- che il soggetto indicato come titolare delle azioni (intermediario o fiduciario) che agisce per conto dei propri clienti, può indicare come rappresentante i soggetti per conto dei quali agisce (v. comma 3°) o altri.

3.2.1. Il voto divergente. In questa prospettiva, e considerando che le due ipotesi testé considerate non sono state accompagnate da una norma che richieda che siano date istruzioni di voto omogenee ai diversi rappresentanti eventualmente nominati, tale previsione in via mediata “legittima” il fenomeno del “voto

²⁵⁵ Questo principio, come vedremo meglio nel corso di questo capitolo, è ribadito anche per il caso specifico della sostituzione del rappresentante con un sostituto in conflitto di interessi, considerato che in tale ipotesi l'art. 135-*decies*, c. 3, dispone che essa “è consentita solo qualora il sostituto sia stato indicato dal socio”. Per dovere di completezza, si segnala che, seguito del d.lgs. 27/2010, nell' art. 2372 c.c. è stata inserita un'eccezione al divieto di sostituzione non autorizzata nel caso in cui la “*rappresentanza [sia stata] conferita ad una società, associazione, fondazione od altro ente collettivo o istituzione, questi [possano] delegare soltanto un proprio dipendente o collaboratore*”, per una prima interpretazione di questa regola v. MAGLIULO, cit., 741 ss, dove si osserva, sulla scorta dell'art. 10 della Direttiva 2007/36/CE (“*gli Stati membri non possono limitare, o consentire alle società di limitare, l'esercizio dei diritti dell'azionista tramite un rappresentante per fini diversi da quelli volti a risolvere i potenziali conflitti di interesse tra il rappresentante e l'azionista nell'interesse del quale il rappresentante è tenuto ad agire; nel fare ciò gli Stati membri non possono imporre requisiti diversi da: [...] c) gli Stati membri possono limitare o escludere il trasferimento della delega a un'altra persona, ma ciò non impedisce a un rappresentante che sia una persona giuridica di esercitare, tramite un membro dei suoi organi di direzione o di amministrazione o un suo dipendente, i poteri conferitigli*”), che la suddetta eccezione deve considerarsi operante anche per le società quotate.

divergente”, la cui ammissibilità nel nostro ordinamento è da tempo oggetto di discussione sia in dottrina che in giurisprudenza. In effetti, tale possibilità potrebbe creare difficoltà operative (ad esempio, nel momento della rendicontazione del voto) e prestarsi ad un utilizzo strumentale (si pensi all’ipotesi di un socio che voti in maniera difforme solo al fine di mantenere aperta la possibilità di proporre eventuali impugnative).

Tuttavia, le regole predisposte non appaiono porre la necessità di un ripensamento del nostro sistema giuridico sulla suddetta questione, il medesimo ammette come legittimo il voto divergente esclusivamente in presenza di un interesse meritevole di tutela da valutarsi caso per caso²⁵⁶. In dottrina, si registra come prevalente il filone interpretativo che considera insindacabile la «scelta dall’azionista sul punto»²⁵⁷. *Rebus sic stantibus*, non mostra profili di invalidità il caso in cui una società fiduciaria voti con riferimento alla partecipazione azionaria intestata ad un socio e voti in modo difforme o si astenga relativamente alla partecipazione azionaria intestata da un altro socio. Diversamente, è sanzionabile negativamente il voto che risulti essere ispirato da intenzioni che non siano ritenute meritevoli di tutela dall’ordinamento, come nell’ipotesi in cui si usi il voto divergente per preconstituirsì la possibilità di impugnare una delibera assembleare.

Peraltro, è il caso di puntualizzare che l’art. 135-*novies*, al fine di agevolare il ricorso alla rappresentanza assembleare²⁵⁸, contempla regole peculiari relativamente alle modalità di consegna e trasmissione della delega alla società, vale a dire: è rimessa al delegato la possibilità, in luogo dell’originale, di consegnare o “trasmettere” una copia, pure su “supporto informatico” della delega. Questa disposizione riconosce rilievo giuridico ad un comportamento largamente diffuso

²⁵⁶ In tal senso, v. App. Bologna, 10 luglio 1995, in *Giur. It.*, 1996, I, 2, 590.

²⁵⁷ Così LIBERTINI-MIRONE-SANFILIPPO, *Sub art. 2351*, in Commentario Romano del nuovo diritto delle società, (a cura di D’Alessandro), Roma, Piccin, v.3, 2010, 272. Per un approfondimento della questione, da ultimo, v. CIRENEI, cit., 757 ss. Risalente in dottrina JAEGER, *Il voto “divergente” nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1976, 71 ss; ID., *Il voto divergente*, in Trattato Colombo-Portale, 3*, 1994, 406 ss.

²⁵⁸ In modo tale da rafforzare la partecipazione dei soci alle vicende sociali.

nella prassi: gli investitori istituzionali esteri ed italiani interessati al governo societario, generalmente, inviano al proprio *proxy agent* le proprie indicazioni sulla partecipazione ad una determinata assemblea. Quest'ultimo predispone, utilizzando un modello standard, una procura di voto che verrà trasmessa all'azionista e/o al suo rappresentante, anche via mail, il quale la firmerà e la restituirà al *proxy agent* con le relative indicazioni di voto che poi questo manifesterà prendendo parte all'assemblea. L'invio della delega e la sua restituzione al *proxy agent*, nonché l'inoltro della medesima all'emittente, il più delle volte avviene pure attraverso documenti in copia, via mail e via fax, cui segue l'originale. In altre parole, già prima del d.lgs. 27/2010, quella dell'invio elettronico dei moduli inerenti alla delega di voto è prassi costante nel comportamento degli investitori istituzionali interessati ad una partecipazione attiva nelle vicende sociali²⁵⁹.

Inoltre, sarà onere del delegato conservare l'originale della delega e mantenere l'indicazione delle istruzioni di voto ricevute per un anno a decorrere dalla conclusione dei lavori assembleari. Sul punto, in sede di osservazioni allo schema di decreto attuativo della Direttiva 2007/36/CE, in consultazione del 24 luglio 2009, al fine di «garantire che al rapporto rappresentante-rappresentato [rimanessero] estranee le società, tranne che per quegli aspetti connessi alla verifica della legittimazione del soggetto che partecipa all'assemblea», Confindustria aveva suggerito di modificare il comma 5 dell'art. 135-*bis* (in consultazione), «prevedendo che la società [dovesse] solo limitarsi a identificare il rappresentante e ricevere la sua attestazione circa l'identità della persona del socio da cui avesse la delega», e in tal senso si riteneva necessario, come poi inserito nel testo definitivo del d.lgs. 27/2010, eliminare, da quelle in consultazione, le norme che introducevano «oneri di conservazione della documentazione a carico della società e la possibilità per quest'ultima di richiedere che il delegato esibisse l'originale della delega e le eventuali istruzioni di voto ricevute. Si trattava, infatti, di deleghe spontanee che afferivano a

²⁵⁹ Per la ricostruzione nel testo v. ECKBO-PAONE-URHAEIM, *Efficiency of share-voting systems: Report on Italy*, 66 ss, www.ssrn.com.

rapporti tra azionista e delegato, la cui gestione e controllo doveva essere rimessa ai contraenti».²⁶⁰.

L'art. 10, comma 4° della Direttiva a cui ha dato attuazione il d.lgs. 27/2010 fissava la regola che *“il rappresentante esprime il voto conformemente alle istruzioni di voto impartite dall'azionista che esso rappresenta”*. E' appena il caso di ricordare che, vigente la vecchia disciplina, non erano contemplati nella delega per il rappresentante – se non nel caso della sollecitazione e della raccolta delle deleghe – limiti relativi alla posizione da assumere in assemblea, né il legislatore aveva previsto una puntuale disciplina per l'ipotesi in cui il medesimo avesse disatteso le istruzioni di voto ricevute. Sul punto la giurisprudenza di merito ha statuito che «la carenza di poteri in capo al rappresentante del socio, intervenuto in assemblea, non può essere fatta valere allo scopo di invalidare la delibera, essendo attinente esclusivamente al rapporto tra socio e suo rappresentante»²⁶¹. Ipotesi differente è quella in cui la delega materialmente manchi o sia formalmente invalida, sulla questione i giudici di merito hanno ritenuto che «l'invalidità della delega conferita da un socio ad un proprio rappresentante per il voto in un'assemblea di s.r.l. si risolve in un motivo di annullamento della deliberazione qualora il voto espresso dal non legittimato sia stato determinante»²⁶². Anche se la nuova disciplina non ha riprodotto la suddetta norma europea, va osservato che il nostro ordinamento conosce un'ipotesi di deleghe a “contenuto pre-definito” nell'ambito del procedimento della sollecitazione delle deleghe e della raccolta delle deleghe da parte delle associazioni di azionisti²⁶³, e in questi casi è espressamente disciplinata l'ipotesi che il promotore possa votare in modo difforme dalle indicazioni di voto che ha fornito all'azionista oblatore. Probabilmente, la scelta di non adottare, anche per l'ipotesi della delega spontanea, le norme in tema di voto difforme espresso dal promotore si giustifica nell'ottica di

²⁶⁰ Il testo integrale delle osservazioni fatte da Confindustria e del documento in consultazione sono disponibili sul sito www.dt.tesoro.it.

²⁶¹ Trib. Milano, 11 ottobre 2002, in *BBTC*, 2003, II, 186, con nota di CENTONZE.

²⁶² Trib. Milano, sez. VIII, 08 gennaio 2009, massima di repertorio, www.dejure.it.

²⁶³ I due istituti saranno oggetto di una puntuale analisi nel prossimo capitolo.

evitare di “appesantire” lo strumento della rappresentanza assembleare con una serie di norme complesse e articolate che potrebbero finire con lo scoraggiare l’uso dell’istituto in questione, senza dimenticare che sullo sfondo delle osservazioni sin qui fatte rimane il principio generale dettato per il contratto di mandato, e cioè che “il mandatario può discostarsi dalle istruzioni ricevute, qualora circostanze ignote al mandante, e tali che non possano essere essergli comunicate in tempo, facciano ragionevolmente ritenere che lo stesso mandante avrebbe dato la sua approvazione”, il quale considerando il rapporto sottostante il conferimento delle deleghe volontarie, naturalmente riconducibile a quello di mandato, è sicuramente applicabile anche all’ipotesi della rappresentanza assembleare ex. art. 2372 c.c.

3.3. Il rappresentante in conflitto di interessi. Sulla scorta dell’art. 10²⁶⁴ della Direttiva 2007/36/CE, uno dei motivi conduttori della riforma²⁶⁵ dell’istituto delle deleghe spontanee²⁶⁶ è stato quello di preferire, all’interdizione dal ruolo di rappresentante di determinati e qualificati soggetti, la possibilità, anche, per coloro che si trovino in una situazione di conflitto di interessi di ricoprire l’incarico di rappresentante purché comunichino per iscritto al socio le circostanze di tale conflitto.

Il legislatore comunitario si è mostrato attento ai possibili ed eventuali effetti negativi dell’applicazione di un siffatto principio, vale a dire si è preoccupato di introdurre strumenti funzionali ad evitare il verificarsi di ipotesi di “abusi del voto”,

²⁶⁴ L’art. 10 disciplina l’esercizio del diritto di voto per delega. A tal proposito, il legislatore europeo prevedeva espressamente quale unico requisito necessario per il rappresentante-delegato quello della capacità giuridica, nonché l’obbligo per i Paesi membri di eliminare gli eventuali limiti soggettivi e/o quantitativi al conferimento di deleghe

²⁶⁵ Operata dal d.lgs. 27/2010 in attuazione della DSHR.

²⁶⁶ A questo istituto sono dedicati specificatamente gli artt. 135-*novies*, 135-*decies* e 135-*undecies*, introdotti dal d.lgs. 27/2010 in attuazione della Direttiva 2007/36/CE. In base all’art. 7 del suddetto decreto, tali disposizioni “si applicano alle assemblee il cui avviso di convocazione sia pubblicato dopo il 31 ottobre 2010”. Vigente la vecchia disciplina, il TUF non contemplava un articolo dedicato specificatamente alla “rappresentanza nell’assemblea”, trovava applicazione l’art. 2372 c.c.

correlate, in modo particolare, al ricorrere o al sopravvenire di situazioni di conflitto di interessi che possono instaurarsi tra rappresentanti e azionista rappresentato²⁶⁷.

In altre parole, il legislatore comunitario si è mostrato attento ai possibili ed eventuali effetti negativi dell'applicazione di un siffatto principio, vale a dire si è preoccupato di introdurre strumenti funzionali ad evitare il verificarsi di ipotesi di "abusi del voto", correlate, in modo particolare, al ricorrere o al sopravvenire di situazioni di conflitto di interessi. La Direttiva ha ancorato l'abolizione dei limiti al conferimento delle deleghe ad alcuni presidi finalizzati al "*governo dei conflitti di interessi*", rimettendo agli Stati membri l'individuazione e l'introduzione di misure finalizzate a cauterizzare i pericoli di pratiche illecite intorno all'uso del voto per delega in situazioni di conflitto di interesse²⁶⁸. In particolare, predisponendo strumenti volti a garantire, sotto un primo profilo, un livello adeguato di affidabilità e trasparenza, e sotto un secondo profilo, funzionali ad evitare, da parte delegato, la realizzazione di scopi distonici o contrastanti con quelli dell'azionista. Su questa premessa, in via preliminare, va osservato che l'art. 10, par. 3 e 4, della Direttiva contemplava, da parte del rappresentante, l'obbligo di fornire un'adeguata informazione sul possibile conflitto all'azionista, e, al tempo stesso, delimitava i poteri del delegato attraverso le istruzioni di voto. In particolare, ex art. 10, par. 3, i Paesi membri possono:

- imporre in capo al delegato un obbligo di *disclosure* avente ad oggetto le specifiche circostanze che possono essere rilevanti per gli azionisti nel valutare se esistono pericoli che il rappresentante possa perseguire un interesse diverso da quello dell'azionista;

²⁶⁷ V. Considerando n. 10 della Direttiva DSHR di cui si è già diffusamente parlato.

²⁶⁸ In ottica comparatistica, sul punto, cfr. *Ordonnance* n° 2010-1511 du 9 décembre 2010 portant transposition de la directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées; "PROYECTO DE LEY DE RIFORMA PARCIAL DE LA LEY DE SOCIEDADES DE CAPITAL E INCORPORACIÓN A LA DIRECTIVA 2007/36, DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO, DE 11 DE JULIO, SOBRE EL EJERCICIO DE DETERMINADOS DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS DE SOCIEDADES COTIZADAS (BOCG DE 25 DE FEBRERO DE 2011)".

- imporre che il conferimento della delega di voto sia accompagnato dalle relative“istruzioni di voto”;

- limitare ovvero escludere la possibilità, per il rappresentante, di trasferire a terzi la delega di voto ricevuta dall'azionista²⁶⁹.

Dopo la riforma, attuata dal d.lgs. 27/2010, per ricostruire la disciplina relativa al conferimento delle deleghe per l'intervento e l'esercizio del voto nelle riunioni assembleari delle società per azioni quotate, occorre fare riferimento, oltre che all' art. 2372, commi da 1 a 4, e all' art. 135 *novies*, anche agli artt. 135 *decies* e 135 *undecies*.

Alla stregua dell'art. 135 *decies*, rubricato “*Conflitto di interessi del rappresentante e dei sostituti*”, è legittimo il voto del rappresentante in conflitto di interesse quando lo stesso abbia, prima dell'esercizio del voto per delega, adempiuto all'obbligo di comunicare all'azionista le circostanze da cui deriva tale conflitto e abbia ricevuto da quest'ultimo le indicazioni di voto. Per la validità del voto, espresso del delegato, devono sussistere entrambe le condizioni. Il secondo comma, in parte riproponendo quelle già tipizzate dal legislatore europeo, e in parte quelle tipizzate in altre norme del TUF, individua alcune ipotesi in cui il conflitto di interessi è presunto in via assoluta. E cioè quando il rappresentante o il sostituto:

- a) controlli, anche congiuntamente, la società o ne sia controllato, anche congiuntamente, ovvero sia sottoposto a comune controllo con la società²⁷⁰;

- b) sia collegato alla società o eserciti un'influenza notevole su di essa;

- c) sia un componente dell'organo di amministrazione o di controllo della società o dei soggetti indicati alle lett. a) e b);

²⁶⁹ Nella prima sezione di questo capitolo, trattando del contenuto della Direttiva, si è dato conto delle ipotesi di conflitto di interesse tipizzate dalla medesima.

²⁷⁰ Già previsto dall'art. 148 TUF in tema di cause di decadenza dei sindaci.

d) sia un dipendente o un revisore della società o dei soggetti indicati alle lettere da a) a c);

e) sia coniuge, parente o affine entro quarto grado dei soggetti indicati alle lettere da a) a c);

f) sia legato alla società o ai soggetti indicati alle lett. a), b), c) ed e) da rapporti di lavoro autonomo o subordinato ovvero da altri rapporti di natura patrimoniale che ne compromettano l'indipendenza²⁷¹.

Dal confronto delle ipotesi di conflitto di interesse espressamente previste dal legislatore comunitario con quelle fissate dal legislatore italiano, emerge come quest'ultimo abbia adottato pedissequamente tutti i casi individuati dal primo, limitandosi a specificare cosa si debba intendere per "stretti legami familiari"²⁷². Fa eccezione a questa considerazione il caso tipizzato al punto e) che è la riproposizione di quanto già previsto in tema di cause di decadenza dei sindaci (v. art. 148 TUF)²⁷³.

Ciò chiarito mi sembra che si configurino 4 ipotesi su cui riflettere:

²⁷¹ In ordine al conflitto di interesse, forse sarebbe stato opportuno che il legislatore avesse considerato rilevante anche il caso del rappresentante legato da rapporti associativi con coloro che intrattengono rapporti d'opera professionali con la società di cui si tratta ovvero l'ipotesi del rappresentante aderente, anche in via indiretta, a patti parasociali – aventi per oggetto l'esercizio del diritto di voto nell'emittente- ai quali il rappresentato non aderisca.

²⁷² Sul significato attribuito dal legislatore alla locuzione "stretti rapporti familiari", è appena il caso di puntualizzare che in sede osservazioni allo schema del decreto attuativo della Direttiva, da più soggetti sono giunte sollecitazioni, al fine di una maggiore certezza nell'applicazione delle nuove norme, ad utilizzare la definizione di "familiari stretti" di cui allo IAS 24; e cioè di considerare "*stretti familiari di un soggetto quei familiari che ci si attende possano influenzare o essere influenzati dal soggetto interessato nei loro rapporti con l'entità: i) il convivente e i figli del soggetto; ii) i figli del convivente; iii) le persone a carico del soggetto o del convivente*". In tal senso si sono espressi: ABI, Confindustria. *Contra* v. Assonime. La versione integrale di documenti presentati in occasione della consultazione del 24 luglio 2009 sono consultabili sul sito www.dt.tesoro.it.

²⁷³ Peraltro, va osservato che l'art. 148 TUF considera rilevante ai fini della decadenza dal ruolo di membro del collegio sindacale anche i rapporti di natura professionale. Stando alla Comunicazione CONSOB, 17 luglio 2008, i suddetti rapporti «*pur avendo natura professionale, non sono necessariamente patrimoniali o caratterizzati dall'esistenza di un rapporto di lavoro o dallo svolgimento della professione a favore di una delle parti del rapporto*» (il testo integrale della Comunicazione è consultabile sul sito www.consob.it).

1. il rappresentante non dichiara il proprio conflitto di interessi ma vota secondo le indicazioni di voto ricevute;

2. il rappresentante non dichiara il proprio conflitto di interessi e non vota secondo le indicazioni di voto ricevute;

3. il rappresentante dichiara il proprio conflitto di interessi ma non riceve istruzioni di voto;

4. il rappresentante dichiara il proprio conflitto di interessi ma si allontana dalle indicazioni di voto ricevute.

Nei casi 2 e 3 mi sembra che si verifichi l'invalidità dei singoli voti, dalla quale, nel solo caso che questi voti si rivelino "determinanti ai fini del raggiungimento della maggioranza richiesta"²⁷⁴, conseguirebbe l'invalidità della delibera adottata²⁷⁵. Diversamente, il ruolo del rappresentante si ridurrebbe a quello di mero *nuncius* e se così fosse verrebbe meno la necessità di una norma in tema di conflitto di interessi.

²⁷⁴ In altre parole, stante l'applicazione della c.d. prova di resistenza (v. art. 2377, comma 5°, n. 2, c.c.) , l'illegittimità del voto espresso dal rappresentante può travolgere la validità della delibera assembleare qualora lo stesso dovesse rivelarsi determinante per l'approvazione della medesima. Nello stesso senso v. F. PASQUARIELLO, *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti, Commentario*, a cura di Guerrieri, in *Nuove leggi civili commentate*, f.n. 4, 592.

²⁷⁵ A questo proposito, dai primi commenti della dottrina emerge una soluzione di tono diverso. In particolare, si esclude che nel caso del rappresentante che scelga «di non attenersi alle istruzioni, anche in assenza di quei presupposti che a tanto lo avrebbero legittimato» , questo possa «implicare un vizio del voto e la sua impugnabilità, e quindi, ove poi esso sia determinante per la formazione della maggioranza assembleare, un vizio della deliberazione», diversamente, si ritiene che «un eventuale mancato rispetto delle istruzioni costituisca vicenda destinata a restare confinata sul piano dei rapporti tra rappresentante e rappresentato – dando luogo, nei rapporti tra tali soggetti, solo a pretese eventualmente risarcitorie- e che non possa invece emergere, per così dire, all'esterno, sul piano delle condizioni di invalidità della deliberazione» così GUIZZI, cit., 90. Tuttavia, nel corpo del testo si condivide quella parte della dottrina che , con riferimento alla questione delle conseguenze che il vizio del potere di rappresentanza può avere sul piano dell'invalidità della delibera, aveva osservato che un siffatto vizio fosse causa di annullabilità, chiarendo che l'illegittimità della delibera si produce quando, senza il voto del rappresentante il cui potere di delega è viziato, non si sarebbe raggiunto il quorum necessario, per tutti, v. SACCHI, cit., 384; in giurisprudenza v. App. Milano, 14 luglio 1989, in *BBTC*, 1990, II, 608.

Nel caso 1, considerando la *ratio* dell'art. 10 della Direttiva e del d.lgs. 27/2010 testé ricordata, propenderei per la validità della delibera anche qualora il voto del rappresentante dovesse essere determinate.

Nel caso 4, nei limiti del principi secondo il quale “il mandatario può discostarsi dalle istruzioni ricevute, qualora circostanze ignote al mandante, e tali che non possano essere essergli comunicate in tempo, facciano ragionevolmente ritenere che lo stesso mandante avrebbe dato la sua approvazione”(art. 1711, 2° comma), propenderei per la validità della delibera anche qualora il voto del rappresentante dovesse essere determinate.

Da ultimo, l'art. 10, comma 4°, della Direttiva a cui ha dato attuazione il d.lgs. 27/2010 fissava la regola secondo cui “*il rappresentante esprime il voto conformemente alle istruzioni di voto impartite dall'azionista che esso rappresenta*”. Questa norma non è stata riprodotta dal nostro legislatore. Tuttavia, va osservato che il nostro ordinamento conosce un'ipotesi di deleghe a “contenuto pre-definito” nell'ambito del procedimento della sollecitazione delle deleghe (e, prima del d.lgs. 27/2010, della raccolta delle deleghe da parte delle associazioni di azionisti), e in questo caso è espressamente disciplinata l'ipotesi che il promotore possa votare in modo difforme dalle indicazioni di voto che ha fornito all'azionista oblato. Probabilmente, la scelta di non adottare, anche per l'ipotesi della delega spontanea, le norme in tema di voto difforme espresso dal promotore si giustifica nell'ottica di evitare di “appesantire” lo strumento della rappresentanza assembleare con una serie di norme complesse e articolate (come quelle dettate per la sollecitazione) che potrebbero finire con lo scoraggiare l'uso dell'istituto in questione, senza dimenticare che sullo sfondo delle osservazioni sin qui fatte rimane il principio generale dettato per il contratto di mandato, appena ricordato, il quale considerando il rapporto sottostante il conferimento delle deleghe volontarie, naturalmente riconducibile a quello di mandato, è sicuramente applicabile anche all'ipotesi della rappresentanza assembleare ex. art. 135-*novies* TUF.

3.4. *Il rappresentante designato dalla società.* Nella prospettiva del raggiungimento dell'obiettivo della Direttiva di estendere, e, al tempo stesso,

facilitare l'esercizio del voto per delega, il d.lgs. 27/2010 ha introdotto la figura del rappresentante designato²⁷⁶ dalla società²⁷⁷. Le società con azioni quotate²⁷⁸, a norma dell'art. 135-*undecies* TUF, devono²⁷⁹ designare per ciascuna assemblea un soggetto, il c.d. "rappresentante designato", al quale i soci possono conferire una delega con istruzioni di voto su tutte o alcune delle proposte all'ordine del giorno.

Il rappresentante, scelto dalla società, è posto a disposizione dell'intera compagine degli azionisti con diritto di voto in assemblea, al fine di agevolare la partecipazione, seppur in via mediata, degli stessi in assemblea, favorendo in ultima istanza il potenziamento della democrazia societaria²⁸⁰. A questa figura è dedicato anche il contenuto dell'art. 134 R.E²⁸¹.

Ciò posto, prima di procedere ad un'analisi della disciplina relativa al "rappresentante designato", si ritiene utile spendere qualche parola sulla figura del

²⁷⁶ La figura del rappresentante designato dalla società non era contemplata dalla DSHR.

²⁷⁷ Nella letteratura giuridica straniera si registra, già negli anni trenta, l'idea di disciplinare la formale istituzionalizzazione di soggetti (indipendenti) competenti a rappresentare i soci nelle assemblee della società. In tal senso, si può ricordare che una parte della dottrina avanzò la proposta di costituire agenzie indipendenti con il compito istituzionale di rappresentare gli interessi dei piccoli azionisti nelle assemblee delle *public companies*. Negli anni successivi, altra parte della letteratura giuridica ha avanzato un progetto che contemplava la creazione di rappresentanti (indipendenti) degli azionisti, rimettendo, però, ai soli azionisti attivi la loro elezione. Ai rappresentanti così nominati sarebbe poi rimesso *ex lege* il potere di rappresentanza di tutti gli azionisti. In realtà, il ricorso ad una "presunzione di rappresentanza" degli azionisti inattivi produrrebbe una sostanziale sterilizzazione dei relativi diritti di voto, con effetti sostanzialmente analoghi a quelli che deriverebbero dall'introduzione del divieto di votare per delega. Per un approfondimento della questione, delle diverse posizioni espresse dalla dottrina e per alcune annotazioni di taglio storico v. BAUMS E RANDOW, *Shareholder Voting and Corporate Governance: The German Experience and a new Approach*, www.corpmon.com.

²⁷⁸ E' appena il caso di evidenziare che l'art. 135 *duodecies* TUF esclude l'applicazione dell'art. 135 *undecies* alle società cooperative quotate.

²⁷⁹ In dottrina si è osservato che «la mancata designazione provoca probabilmente una fattispecie di deliberazione non assunta in conformità alla legge ai sensi dell'art. 2377, comma 2, c.c.», BUSANI, *Il rappresentante designato per il conferimento delle deleghe di voto*, in *Società*, 2011, f. 3, 307.

²⁸⁰ Una parte della letteratura giuridica ha osservato come il «rappresentante designato finisca per essere strumento con cui si rafforza la voce sempre e solo degli azionisti di riferimento e comunque del management che quel rappresentante appunto individuano e dunque esprimono», GUIZZI, (nt),

²⁸¹ Introdotto con delibera Consob n. 17592 del 14 dicembre 2010, che rende innova e/o modifica il Regolamento Emittenti emanato nel 1999 al fine di adeguarlo alla novella del d.lgs. 27/2010.

medesimo tratteggiata dal legislatore nello schema di decreto attuativo della Direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti di società quotata, la quale, a seguito delle osservazioni al suddetto documento, è stata in larga parte “ridisegnata”, soprattutto è stato espunto il requisito di indipendenza come elemento qualificante il suddetto rappresentante. In tal senso, l’art. 135-*quater* dello schema di decreto, rubricato “*Rappresentante indipendente designato dalle società con azioni quotate*” recitava che:

- *“Salvo che lo statuto disponga diversamente, le società con azioni quotate designano per ciascuna assemblea un rappresentante indipendente al quale i soci possono conferire, entro le 24 ore del giorno precedente l’assemblea in prima o unica convocazione, una delega con istruzioni di voto su tutte o alcune delle proposte all’ordine del giorno. La delega ha effetto per le sole proposte in relazioni alle quali siano conferite istruzioni di voto.*

- *La delega è conferita al rappresentante indipendente mediante la sottoscrizione di un modulo di delega il cui contenuto è disciplinato dalla Consob con regolamento. Il conferimento della delega non comporta spese per socio e può avvenire attraverso le modalità previste dalle leggi speciali in materia di documenti informatici. La delega e le istruzioni di voto sono sempre revocabili entro il termine indicato nel comma 1.*

- *Le azioni per le quali è stata conferita la delega, anche parziale, sono computate ai fini della regolare costituzione dell’assemblea.*

- *Il soggetto designato come rappresentante non deve trovarsi in alcuna delle condizioni indicate nell’art. 135-ter, comma secondo, ed è tenuto a comunicare eventuali interessi che per conto proprio o di terzi abbia rispetto alle proposte di delibera all’ordine del giorno. Mantiene il segreto sul numero delle deleghe ricevute e sul contenuto delle istruzioni di voto fino all’inizio dello scrutinio in assemblea”.*

In sede di consultazione allo schema del decreto attuativo, le osservazioni critiche su questo nuovo istituto si sono concentrate, appunto, sul requisito dell'indipendenza. A tal proposito, si è segnalato che disporre l'obbligo della nomina di un rappresentante "indipendente" avrebbe potuto configurare un disincentivo²⁸² alla designazione stessa, restringendo la gamma degli strumenti a favore degli azionisti per incoraggiare la loro partecipazione all'assemblea, nonché il requisito di indipendenza avrebbe potuto ingenerare nuovi ed ulteriori dubbi sull'interpretazione del concetto di indipendenza al fine dell'individuazione di tale soggetto²⁸³. Inoltre, si è segnalato che la figura del rappresentante indipendente non era contemplata dalla Direttiva DSHR, né questa sembrava essere l'unica scelta realizzabile nel caso in cui la società intendesse favorire la partecipazione degli azionisti attraverso la nomina di un soggetto cui conferire le deleghe²⁸⁴. In questa prospettiva e sulla premessa della soppressione dei limiti soggettivi al conferimento delle deleghe di voto, sembrava anche configurabile l'ufficio di ricevere deleghe di voto in capo ad un soggetto legato alla società, «a condizione che le deleghe [fossero] accompagnate da istruzioni di voto vincolanti»²⁸⁵.

Peraltro, era stato puntualizzato che il dovere del rappresentante di attenersi alle indicazioni di voto dei soci e la contemporanea presenza di una regolazione dettagliata del conflitto d'interessi si potevano considerare «elementi già sufficienti a tutelare tutti gli interessi in gioco e, in particolare, quelli degli azionisti contro

²⁸² Questa la posizione espressa da CONFINDUSTRIA. Auspicava l'istituzione di un rappresentante [indipendente] Sodali spa, nella convinzione che questo istituto avrebbe potuto «facilitare la partecipazione assembleare e l'esercizio del voto soprattutto da parte degli azionisti individuali e *retail* mentre, invece, la componenti degli azionisti istituzionali avrebbe continuato ad usufruire delle attuali forme di rappresentanza che forniscono usualmente anche una positiva attività consulenziale necessaria per l'esercizio di in voto consapevole». Il testo integrale delle osservazioni depositate da CONFINDUSTRIA e quello delle osservazioni di SODALI sono disponibili su www.dt.tesoro.it.

²⁸³ Nel senso del testo v. CONFINDUSTRIA, cit.

²⁸⁴ Nel senso del testo vedi le osservazioni depositate da ASSONIME, www.dt.tesoro.it.

²⁸⁵ Così il documento ASSONIME, cit.

eventuali abusi da parte del delegato comune»²⁸⁶, ricoprendo lo stesso peraltro il ruolo di mero *nuncius* dell'azionista relativamente alle sue intenzioni di voto²⁸⁷.

Il legislatore del d.lgs. 27/2010 ha recepito le suddette osservazioni ed eliminato il requisito dell'indipendenza come elemento caratterizzante la figura del rappresentante designato dalla società. Infatti, l'art. 135–*undecies* che ha introdotto l'istituto che qui interessa è rubricato “Rappresentante designato dalla società”. Diversamente, il legislatore ha ritenuto di non dover accogliere le osservazioni critiche sulla decisione di rendere obbligatoria, salva diversa disposizione statutaria, la designazione, ritenendo che tale regolazione esulasse dal contenuto della Direttiva, nonché quelle che chiedevano chiarezza sull'allocazione dei costi derivanti da tale nomina²⁸⁸.

Rebus sic stantibus, alle società è deferita la possibilità, attraverso l'inserimento di un'apposita clausola nello statuto, di sterilizzare l'obbligo di nominare un rappresentante designato. Allo stesso modo, l'autonomia statutaria potrebbe operare nel senso di prevedere la suddetta designazione solo in riferimento alle assemblee che abbiano un determinato ordine del giorno, ovvero si potrebbe pensare ad una clausola che rimetta all'organo amministrativo di indicare, «assemblea per assemblea, se il rappresentante designato debba essere o meno»²⁸⁹ nominato.

Alla stregua delle considerazioni, testé svolte, sulla soppressione del requisito dell'indipendenza, il contenuto dell'art. 135 *undecies*, comma 1°, TUF contempla, appunto, l'obbligo di nominare un “soggetto”, senza individuare eventuali elementi o

²⁸⁶ Il virgolettato nel testo è di CONFINDUSTRIA, (nt). Nello stesso senso il documento depositato dallo studio legale *CLIFFORD CHANCE*, reperibile su www.dt.tesoro.it.

²⁸⁷ Nello stesso senso il documento depositato dallo studio legale *CLIFFORD CHANCE*, cit.

²⁸⁸ Diversamente, il legislatore ha ritenuto di non dover accogliere le osservazioni critiche sulla decisione di rendere obbligatoria, salva diversa disposizione statutaria, la designazione, ritenendo che tale regolazione esulasse dal contenuto della Direttiva, nonché quelle che chiedevano chiarezza sull'allocazione dei costi derivanti da tale nomina. Sul punto v. ABI, www.dt.tesoro.it.

²⁸⁹ Così BUSANI, *Il rappresentante designato per il conferimento delle deleghe di voto*, in *Società*, 2011, f. 3, 307.

qualità tipizzanti il medesimo. Nella stessa prospettiva si poneva il documento in consultazione della CONSOB del 5 agosto 2010, “*Recepimento della direttiva 2007/36/CE relativa all’esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*”, dal quale emerge che può essere nominato come “rappresentante designato” tanto una persona fisica che giuridica, che potrà anche essere un soggetto portatore “per conto proprio o di terzi di eventuali interessi rispetto alle proposte di delibera dell’ordine del giorno”, ovvero si trovi in una posizione di conflitto di interessi (a norma dell’art. 135-*decies*).

Tuttavia, considerando l’attività che il rappresentante deve svolgere nell’interesse di coloro cui spetta il diritto di voto, è opportuno che il medesimo sia caratterizzato da una specifica professionalità e da precise competenze relativamente all’organizzazione della raccolta delle deleghe in prossimità dell’assemblea, alla loro coordinazione in una situazione di riservatezza, e alla necessità di saper superare qualsiasi imprevisto che accada durante l’assise assembleare. A tal proposito la dottrina ha osservato che il rappresentante designato dovrebbe «essere in grado di identificare» i soggetti legittimati all’esercizio del voto, di verificare la validità della firma dell’azionista che gli attribuisce la procura di voto, di manifestare il voto espresso nella procura dal conferente, interpretare le indicazioni di voto nel caso in cui sopravvengano “circostanze di rilievo, [...] tali da far ragionevolmente ritenere che se l’azionista delegante le avesse conosciute avrebbe adottato un voto difforme”²⁹⁰, ovvero esercitare il voto rispetto a proposte per le quali non ha ricevuto indicazioni di voto, perché mutate o integrate rispetto a quelle indicate nell’ordine del giorno e sulle quali era stato espresso il voto del delegante.

Qualora a ricoprire il ruolo di rappresentante venga nominata una società, ovviamente sarà competenza dell’organo di amministrazione designare la persona fisica che concretamente parteciperà in qualità di “rappresentante designato” alla

²⁹⁰ V. modulo di delega, All.5 Regolamento CONSOB n. 11971 di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernente la disciplina degli emittenti - (Testo integrato e aggiornato ad aprile 2011), www.consob.it.

riunione assembleare. Per quanto concerne la scelta del soggetto da parte dell'organo di amministrazione, è plausibile – come già evidenziato in dottrina - che possa essere indicato un qualsiasi soggetto inserito nella struttura societaria e che disponga statutariamente del potere di rappresentare la società. Diversamente, qualora fosse indicato come rappresentante designato un soggetto estraneo al codice organizzativo della società, ovvero un soggetto che non goda statutariamente della rappresentanza sociale, pur essendo legittima la sua nomina, tuttavia, non potrà intervenire direttamente in assemblea ma la sua partecipazione dovrà seguire al rilascio di una procura (a ciò finalizzata) da parte della società²⁹¹.

E' appena il caso di rilevare che la norma in tema di rappresentanza assembleare nelle quotate, la quale consente al rappresentante di farsi sostituire, anche se, soltanto da chi/coloro sia/siano espressamente indicato/i come sostituto/i nella delega²⁹², si può razionalmente ritenere applicabile pure rispetto alla figura del rappresentante designato, e cioè la società che designa il rappresentante può autorizzare lo stesso a farsi sostituire da un altro soggetto, o da altri soggetti, comunque indicato/i dalla società. Inoltre, una parte della dottrina ammette anche il caso che «la società designante nomini il rappresentante designato autorizzandolo a farsi sostituire senza indicazione del sostituto e che questi, a sua volta, designi il proprio sostituto»²⁹³, ritenendo che quest'impostazione sia corroborata dall'*incipit* dell'art. 135 *novies*, comma 4, TUF secondo il quale “se la delega prevede tale facoltà, il delegato può farsi sostituire da un soggetto di propria scelta”.

Resta aperto un ultimo interrogativo: può il rappresentante designato farsi sostituire quando al momento della nomina a ciò non sia stato autorizzato da parte della società designante? Muovendo dal disposto dell'art. 135 *novies*, comma 4°, TUF, la risposta della dottrina è negativa. La locuzione per la quale “il delegato può farsi sostituire solo se la delega prevede questa facoltà”, dettata specificamente per le

²⁹¹ Nello stesso senso v. BUSANI, cit., 309.

²⁹² V. art. 135-*novies*, 4° comma.

²⁹³ Lo spunto nel testo è di BUSANI, cit., 309.

società quotate, sterilizza quanto previsto dall'art. 1717 c.c., e cioè non può operare la facoltà del mandatario di nominare un sostituto. Nell'ipotesi in cui la società proceda alla nomina di un rappresentante designato, e a quella di un sostituto, la stessa è tenuta ad indicare entrambi i nominativi nel modulo di delega diffuso tra gli azionisti e da conferire al rappresentante designato. In tal modo gli azionisti saranno informati sull'identità del soggetto e/o dei soggetti che fungeranno da "raccolgitori" delle loro procure di voto²⁹⁴.

Il legislatore della riforma ha deciso di consentire, sul presupposto della comunicazione dei medesimi, anche a soggetti che dovessero avere, relativamente alle decisioni all'ordine del giorno, eventuali interessi "*per conto proprio o di terzi*" la possibilità di essere designati come rappresentanti. Naturalmente non integra l'ipotesi di rappresentate portatore di interessi "*per conto di terzi*" la circostanza che allo stesso vengano conferite deleghe da un gruppo di azionisti con indicazioni di voto contrastanti, l'essenza stessa della figura di rappresentante consiste nella sua qualità di "centro raccolta" dei voti espressi dagli azionisti che non intendano partecipare personalmente all'assise assembleare.

E' appena il caso di ricordare che uno dei motivi conduttori della riforma dell'istituto della rappresentanza assembleare nelle quotate è stato quello di preferire, all'interdizione dal ruolo di rappresentante di determinati e qualificati soggetti, la possibilità, anche, per coloro che si trovino in una situazione di conflitto di interessi di ricoprire l'incarico di rappresentante purché comunichino per iscritto al socio le circostanze di tale conflitto. L'eco di questa disposizione involge pure l'istituto del rappresentante designato, pur con la differenza che la norma che lo riguarda non concerne la sola ed esclusiva ipotesi del conflitto di interessi, bensì anche l'ipotesi che il rappresentante designato sia, rispetto alle delibere all'ordine del giorno, portatore di interessi "condivisi" dalla società e da soggetti ad essa organici ovvero dai soci deleganti.

²⁹⁴ Per la ricostruzione del flusso informativo verso gli azionisti nel caso che sia designato oltre al rappresentante anche il sostituto v. BUSANI, cit., 309.

Peraltro, va osservato che corollario della disciplina dettata dall'art. 135, 5° comma, TUF sia il fatto che il rappresentante designato che si trovi in una delle circostanze tipizzate dall'art. 135-decies²⁹⁵, e cioè in condizione di conflitto di interessi con il proprio delegante, sia certamente portatore per “conto proprio o di terzi” di “eventuali interessi”.

Ciò chiarito, nel caso specifico del rappresentante designato, portatore di “eventuali interessi” per conto proprio o di terzi, che si trovi a votare in difformità rispetto alle indicazioni ricevute, ovvero in ipotesi di integrazione e/o di mutamento delle decisioni oggetto delle istruzioni di voto, poiché lo stesso potrà, una volta autorizzato, procedere in tal, senso solo se non si trovi in conflitto di interessi, la suddetta *disclosure* non potrà consistere in una mera comunicazione, ma dovrà essere articolata in modo da illustrare in modo analitico e puntuale quale sia “l'essenza” gli eventuali interessi di cui il rappresentante designato sia portatore “per conto proprio o di terzi”, così da poterne escludere la “natura conflittuale”.

Per quanto concerne il momento in cui si deve procedere alla comunicazione, si ritiene condivisibile l'osservazione, in dottrina, per la quale il rappresentante designato deve informare, circa gli eventuali interessi, la società designante nello stesso tempo in cui riceve l'avviso della sua designazione, sarà poi la società stessa, attraverso il modulo di delega, a diffondere al pubblico la notizia che il rappresentante risulta portatore di eventuali interessi²⁹⁶. Qualora all'atto della nomina il rappresentante non dovesse essere portatore di eventuali interesse, ma si venisse a trovare in siffatta condizione successivamente alla designazione, sarà dovere dello stesso darne tempestiva comunicazione alla società designante²⁹⁷.

Cosa succede qualora il rappresentante designato venga meno al dovere di comunicazione della sussistenza degli “eventuali interessi”?

²⁹⁵ Per una ricostruzione dettagliate delle ipotesi tipizzate relativamente alle circostanze nella quali può venire a trovarsi il rappresentante v. BUSANI, cit., 310.

²⁹⁶ Lo spunto nel testo è di BUSANI, cit., 310.

²⁹⁷ *Ibidem*.

Il campo normativo, predisposto dal legislatore del d.lgs. 27/2010, circa la disciplina del rappresentante designato, è privo di coordinate precise perché una risposta a questa domanda possa essere surrogata dal diritto positivo, tuttavia, sembrano meritevoli di adesione le riflessioni che sulla questione ha condotto una parte della dottrina, ossia, qualora il rappresentante designato venga meno all'onere di comunicazione, ma allo stesso tempo non esprima voto difforme dalle istruzioni ricevute non dovrebbero sussistere i margini per considerare illegittima la decisione così raggiunta; diversamente qualora esprimesse un voto difforme questo configurerebbe il fenomeno di “invalidità dei singoli voti”, dal quale, nel solo caso che questi voti si dovessero rivelare “determinanti ai fini del raggiungimento della maggioranza richiesta”²⁹⁸, deriverebbe l’invalidità della delibera adottata.

Passando ora ad esaminare il momento della nomina del rappresentante designato, la stessa è deferita al consiglio di amministrazione che potrà decidere se nominare un rappresentante diverso ad ogni riunione assembleare ovvero di attribuire la facoltà di designazione ad uno dei suoi membri. A tal proposito, giova ricordare che nell’avviso di convocazione dell’assemblea deve essere espressamente indicata : *“l’identità del soggetto eventualmente designato dalla società per il conferimento delle deleghe di voto nonché le modalità e i termini per il conferimento delle deleghe da parte dei soci con la precisazione che la delega non ha effetto con riguardo alle proposte per le quali non siano state conferite istruzioni di voto”*²⁹⁹.

L’art. 135 *undecies* TUF sancisce che la delega deve essere conferita dall’azionista “entro la fine del secondo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l’assemblea in prima o unica convocazione”, e cioè, come da principio generale, la stessa deve essere ricevuta all’indirizzo del rappresentante designato entro la fine del secondo giorno. Fermo restando che le deleghe sono sempre revocabili, nel senso che l’azionista può sempre riprendersi l’esercizio del diritto di

²⁹⁸ Per le riflessioni nel testo v. BUSANI, cit., 310. In definitiva, si verificherebbe l’applicazione della c.d. prova di resistenza contemplata dall’art. 2377, comma 5°, n. 2, c.c.

²⁹⁹ V. art. 125-*bis*, 4° comma, lett.b), punto 3.

voto, la stessa deve essere ricevuta all'indirizzo del rappresentante entro lo stesso termine di conferimento della procura di voto.

Sotto il profilo della legittimazione del conferimento della delega, il termine “soci”, ex art. 135-*undecies*, comma 1, TUF, sembra denotare un soggetto legittimato più ampio di quello suggerito da un'interpretazione letterale dello stesso, vale a dire con lo stesso sembra razionale ritenere che si faccia riferimento a tutti coloro che siano “titolari del diritto di voto”.

Sulla premessa che dal combinato disposto degli artt. 83-*novies*, 83 *sexies* e 83 *quinquies* TUF, si evince che sono legittimati a partecipare all'assemblea ed a esercitare il diritto di voto solo coloro che, stando alla comunicazione effettuata dall'intermediario all'emittente, risultano titolari delle azioni alla data del settimo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea in prima o unica convocazione³⁰⁰, e che la legittimazione all'esercizio del potere di voto è condizionata dalla presentazione della certificazione consegnata “*in conformità alla proprie scritture contabili dagli intermediari*” e recanti l'indicazione del diritto sociale esercitabile, ne deriva che l'azionista deve inviare la delega al rappresentante designato debitamente accompagnata dalla suddetta certificazione che deve essere consegnata dall'intermediario al soggetto interessato che ne faccia richiesta.

Sul soggetto che rilascia la delega si possono fare alcune riflessioni. La prima riflessione è che qualora a conferire la delega al rappresentante persona fisica sia un persona giuridica, la stessa dovrà essere firmata dal soggetto, persona fisica, a cui è attribuito il potere di rappresentanza.

La seconda riflessione concerne il caso in cui la delega venga rilasciata da un rappresentante del titolare del diritto di voto: se al medesimo è stata attribuita una procura generica o una procura che indichi esplicitamente la facoltà di rilasciare la delega alla partecipazione alla riunione assembleare non emergono criticità

³⁰⁰ Come già ampiamente illustrato la riforma introdotta dal d.lgs. 27/2010 ha vietato il blocco della circolazione delle azioni di società quotata durante lo svolgimento dell'assemblea, permettendo agli azionisti di legittimarsi senza rinunciare, qualora si presentino condizioni favorevoli in prossimità dell'assemblea, alla dismissione della partecipazione azionaria.

giuridicamente rilevanti; se al rappresentante era stata conferita la delega per prendere parte ad una determinata assemblea per la quale il medesimo intenda delegare il soggetto designato in qualità di sub-procuratore, *nulla questio* se a ciò era stato autorizzato dal titolare del diritto di partecipazione, diversamente, mancando questa espressa autorizzazione opera l'ostacolo legale di cui all'art. 2372, comma 3, c.c., e cioè "il rappresentante può farsi sostituire sola da chi sia espressamente indicato nella delega".

La terza riflessione riguarda il caso che a rilasciare la delega sia un soggetto straniero. Nel caso si tratti di una persona giuridica, per la validità della firma, in dottrina, si è ritenuto «sufficiente accertare la qualità di "legale rappresentante" di chi firma la delega»³⁰¹.

Venendo ad analizzare la forma, il contenuto e le modalità di trasmissione della delega, a norma degli artt. 135 *undecies* TUF la stessa è conferita "mediante la sottoscrizione di un modulo di delega" che nella struttura minima deve contenere gli elementi contemplati dall'art. 134 R.E. e dall'allegato 5A al R.E.³⁰².

A tal proposito, il suddetto modulo deve informare l'azionista circa i dati anagrafici del rappresentante designato, la denominazione della società emittente, i dati anagrafici degli eventuali sostituti, l'indicazione dell'assemblea per la quale si procede alla raccolta di deleghe di voto, nonché dei termini entro i quali si può procedere alla revoca della delega. Nello stesso si chiarisce che il conferimento della delega e delle istruzioni di voto mediante la sottoscrizione del modulo di delega non comporta alcuna spesa per il delegante. Inoltre, è posto in capo al Rappresentante Designato l'obbligo di indicare i suoi eventuali conflitti di interesse³⁰³.

Per quanto concerne la parte del modulo che attiene all'azionista delegante, questa deve contenere i dati anagrafici del soggetto a cui spetta il diritto di intervento

³⁰¹ BUSANI, cit., 312.

³⁰² Inserito nei Regolamenti Emittenti dalla deliberazione CONSOB n. 17592 del 14 dicembre 2010 per rendere il medesimo conforme alla riforma del TUF attuata dal d.lgs. 27/2010, www.consob.it.

³⁰³ Nello stesso dovranno essere indicati anche gli eventuali conflitti di interesse dei sub-delegati.

e di voto in assemblea, il riferimento della comunicazione fornito dall'intermediario, il numero delle azioni (il codice del conto dove sono registrate, nonché l'indicazione dell'intermediario depositario) per le quali si rilascia la delega. I dati relativi all'azionista vanno notificati alla società emittente.

L'azionista delegante deve dichiarare di essere a conoscenza della possibilità che la delega al Rappresentante designato contenga istruzioni di voto anche solo su alcune delle proposte di deliberazione all'ordine del giorno e che, in tale ipotesi, il voto sarà esercitato per le sole proposte in relazione alle quali siano conferite istruzioni di voto. In tal senso, la terza parte del modulo, "*Sezione contenente informazioni destinate al solo Rappresentante Designato*", contiene l'indicazione delle singole deliberazioni e del relativo voto espresso in proposito (l'azionista si può dichiarare favorevole, contrario ed astenuto), nonché consente all'azionista di indicare anche il comportamento da tenere (conferma/revoca/modifica istruzioni ovvero si attribuisce al Rappresentante designato il potere di votare in modo difforme dalle istruzioni ricevute, qualora si possa ragionevolmente ritenere che il delegante, se avesse conosciuto le modifiche o integrazioni, avrebbe modificato in tal senso le istruzioni di voto) qualora si verificano circostanze ignote³⁰⁴ all'atto del rilascio della delega, ovvero nel caso di eventuale votazione su modifiche o integrazioni delle deliberazioni sottoposte all'assemblea. In quest'ultima ipotesi, l'azionista delegante potrà: confermare l'istruzione di voto eventualmente già espressa, modificare la stessa o conferire l'istruzione di voto sulla medesima, revocare l'istruzione di voto già espressa o autorizzare il Rappresentante Designato a votare in modo difforme da quanto indicato (qualora si possa ragionevolmente

³⁰⁴ Circa il fatto che le circostanze rilevanti siano ignote al momento del rilascio della delega, considerando che la valutazione in tal senso delle stesse è rimessa, sotto sua responsabilità, al rappresentante designato, si potrebbe pensare ad informazioni non conosciute e non conoscibile dalla generalità dell'opinione pubblica. Con riferimento all'impossibilità di informare il delegante, la dottrina ha escluso il carattere assoluto della medesima, qualificandola come impossibilità relativa, e cioè sarà il rappresentante designato, sotto la propria responsabilità, a valutare caso per caso dove sussistano i parametri di «entità dell'accadimento», «tempistica dell'accadimento», «numerosità delle comunicazioni da effettuare», «modalità di effettuazione delle comunicazioni», dai quali ne deriva l'impossibilità della suddetta informazione. Il virgolettato in nota è di BUSANI, cit., 316 e 317.

ritenere che il delegante, se avesse conosciuto le modifiche o integrazioni, avrebbe modificato in tal senso le istruzioni di voto³⁰⁵).

Tuttavia, considerando che quest'ipotesi si configura quando vengono ammesse a votazione decisioni sociali diverse da quelle indicate all'ordine del giorno in convocazione e sulle quali il delegante si era espresso, non sembra trattarsi di voto difforme rispetto agli orientamenti manifestati dal delegante quanto mancanza di istruzioni di voto su proposte "nuove" in quanto il loro contenuto si allontana da quello delle decisioni all'ordine del giorno. In questa prospettiva, il ruolo del rappresentante designato acquista una sfumatura nuova e diversa da quella di mero *nunciatus* del voto altrui, in quanto sia che esprima un voto contrario o favorevole alla delibera, il suo comportamento esprime la convinzione che così avrebbe votato il delegante se avesse saputo della modifica e/o dell'integrazione, cosicché l'esercizio del voto è la risultante dell'integrazione della volontà del delegante con quella del rappresentante designato³⁰⁶. Su questa premessa, la dottrina ritiene che pure relativamente all'ipotesi di voto difforme in presenza di "modifiche o integrazioni delle proposte di deliberazione" è necessario che sussistano le condizioni contemplate dall'art. 134, 2° comma, R.E.

Passando ad analizzare da vicino le modalità di trasmissione della delega, si ritiene opportuno spendere qualche parola sull'ipotesi del voto per delega elettronica³⁰⁷ (*Electronic Proxy Voting*): se infatti la regolazione dei modi di conferimento della delega attraverso strumenti elettronici - in conformità con quanto previsto nell'art. 2372, 1° comma, codice civile- è stata rimessa dal nuovo art. 135-*novies* TUF a un emanando regolamento del Ministro della Giustizia, sentita la

³⁰⁵ Esempio sul punto il modulo per il conferimento della delega al rappresentante designato ai sensi dell'art. 135-*undecies* TUF per l'Assemblea ordinaria di Eni S.p.A., in data 27 aprile 2011 (consultabile su http://www.eni.com/it_IT/governance/assemblea-azionisti/assemblea-azionisti-2011.shtml).

³⁰⁶ Per questa considerazione v. diffusamente BUSANI, cit., 318.

³⁰⁷ In ottica comparatistica, nello stato del *Delaware* è consentito conferire la delega con «*other means of electronic transmission*»; in Inghilterra è consentito utilizzare il sito web per il conferimento della delega.

Consob, la medesima norma pone fin da subito in capo a tutte le società quotate l'obbligo di indicare statutariamente almeno un modo di notifica elettronica della delega a cui gli azionisti possano ricorrere, «configurando in tal modo una delle rarissime ipotesi di adeguamento statutario obbligatorio conseguente all'entrata in vigore del d.lgs. 27/2010»³⁰⁸. Inoltre, il rappresentante designato può, in luogo dell'originale, consegnare o trasmettere una copia, anche su supporto informatico, della delega.

Dinnanzi ad un quadro normativo di tale natura, una parte della letteratura giuridica ha proposto alcune ipotesi di studio relativamente all'attribuzione delle deleghe al rappresentante prescelto dall'azionista, delle quali si può valutare l'operatività rispetto al caso del rappresentante designato. La prima ipotesi attiene alla possibilità che il delegante possa rilasciare la delega utilizzando alternativamente la forma cartacea (art. 2372, 1° comma, c.c.) e la forma elettronica. La seconda ipotesi concerne la scelta del delegante prescelto dall'azionista di trasmettere alla società copia della delega.

Venendo al primo caso, in attesa che si perfezioni l'emanando regolamento del Ministero di Giustizia, da tempo si registra nel nostro ordinamento la «perfetta fungibilità di un documento elettronico con uno cartaceo»³⁰⁹, il delegante, dunque, potrebbe consegnare al rappresentante designato tanto un documento cartaceo quanto un documento informatico³¹⁰.

In ordine alla seconda ipotesi, il rappresentante designato dovrebbe procedere alla concreta consegna delle deleghe in originale, ovvero, sulla premessa che l'art. 2372, 5° comma, c.c. si possa applicare anche allo stesso, questo potrebbe procedere

³⁰⁸ Il virgolettato nel testo è di ABRIANI, cit., 21.

³⁰⁹ Così BUSANI, (nt.), 313.

³¹⁰ Per un'analisi approfondita delle questioni sottostanti alla trasmissione di un documento cartaceo ovvero di un documento informatico v. BUSANI, cit., 313.

con la consegna della copia della delega, anche utilizzando gli strumenti forniti dalla tecnologia informatica³¹¹.

In ordine al contenuto della delega da rilasciare al rappresentante designato, si può conferire una delega in bianco? Questa domanda trova una risposta negativa nell'art. 135 *undecies*, 1° comma, TUF che richiede ai soci di rilasciare la delega con l'indicazione delle “*istruzioni di voto su tutte o alcune delle proposte all'ordine del giorno*”. Con la locuzione “*istruzioni di voto*” si intendono le indicazioni che l'azionista delegante fornisce al rappresentante designato in merito al suo essere favorevole-contrario-astenuto rispetto ad una determinata decisione sociale, e come tali concernono esclusivamente il rapporto di mandato che sussiste tra delegante e rappresentante designato, e per questo motivo non potranno essere oggetto di un diritto della società a visionarle né prima né dopo lo svolgimento dell'assemblea³¹².

Nel caso più tipico, e relativamente più semplice, in cui la delega conferita al rappresentante designato contenga indicazioni di voto solo in riferimento ad alcune deliberazioni all'ordine del giorno, la dottrina si è posta l'interrogativo su quale atteggiamento sarebbe opportuno da tenere, per il medesimo, di fronte a delibere c.d. ordinarie (distinte in delibere che riguardano lo svolgimento dell'assemblea e delibere che attengono ad un determinato punto all'ordine del giorno), oppure il cui contenuto è in piccola parte difforme da quella indicata all'ordine del giorno, o di delibere tecnicamente consequenziali ad altre delibere, per le quali ha ricevuto le

³¹¹ Esemplare sul punto il modulo per il conferimento della delega al rappresentante designato ai sensi dell'art. 135-*undecies* TUF per GEMINA S.P.A – Assemblea speciale dei possessori di azioni di risparmio del 25/26/27 gennaio 2011-Modulo di delega ed istruzioni di voto alla SERVIZIO TITOLI S.p.A., il quale indica come modalità di notificazioni del modulo di delega l'invio dello stesso alla Società via fax ovvero allegato ad un messaggio di posta elettronica.

³¹² Il modulo di delega al Rappresentante Designato predisposto dal R. E. è diviso in tre sezioni, le istruzioni di voto sono contenute nella terza sezione, per la quale è espressamente indicato che contiene informazioni destinate al solo Rappresentante Designato, soddisfacendo l'obbligo di riservatezza, posto dall'art. 135-*undecies*, 4 comma, in capo al Rappresentante Designato relativamente al “*contenuto delle istruzioni di voto ricevute fino all'inizio dello scrutinio*”. Fino all'inizio dello scrutinio, sulle indicazioni di voto ricevute di cui è onerato il rappresentante designato, la letteratura giuridica ha evidenziato che il medesimo opera verso qualsiasi soggetto, e in particolare, «verso la società delegante, verso i titolari del diritto di voto, e verso coloro che hanno conferito la delega», BUSANI, cit., 316.

indicazione di voto. Per le delibere ordinarie e per quelle derivate, pur con specifici distinguo, una parte della dottrina ha riconosciuto il rappresentante designato legittimato a prendere parte alla votazione, esprimendo il «voto a propria discrezione»³¹³. Con riguardo a quelle il cui contenuto anche se solo in minima parte si allontana da quello del testo originale, sono state valutate, da parte della letteratura giuridica, alla stregua di ipotesi che integrano la fattispecie di “modifiche o integrazioni delle proposte di deliberazione sottoposte all’assemblea” e come tali si frappongono all’esercizio del voto da parte del rappresentante designato nei limiti in cui quest’ultimo si trovi in conflitto di interessi (ex art.135 *decies*) ovvero lo stesso non sia stato “espressamente autorizzato” a esprimere “voto difforme” rispetto alle istruzioni ricevute³¹⁴.

Muovendo dalla premessa che con le considerazioni sin qui condotte si è stabilito cosa sia ed a cosa dovrebbe servire il Rappresentante Designato dalla società, sullo sfondo dell’istituzione di questa figura rimane oscura la ragione per la quale, stante il fatto che le società ad azionariato polverizzato sono affette dal deliberato assenteismo degli azionisti nelle riunioni assembleari, giustificato dalla convinzione della normale irrilevanza del voto del singolo dovuta all’esiguità della partecipazione, questi dovrebbero mutare il loro atteggiamento in un attivo rilascio delle deleghe al rappresentante che parteciperà (per loro) all’assemblea.

³¹³ BUSANI, cit., 315

³¹⁴ Per gli spunti di riflessione forniti nel testo v. BUSANI, cit., 315.

QUARTO CAPITOLO

La sollecitazione e la raccolta delle deleghe di voto alla luce delle novità introdotte dal d.lgs. 27/2010

Sommario: 4.1. Sollecitazione e raccolta delle deleghe di voto prima del d.lgs. 27/2010. - 4.1.a. Gli elementi tipici della fattispecie originaria della sollecitazione. - 4.1.b. Elementi caratterizzanti l'istituto della raccolta delle deleghe di voto. - 4.1.c. Doveri del committente, dell'intermediario, e delle associazioni di azionisti. - 4.2. Gli effetti della Direttiva 2007/36/CE sulla sollecitazione e sulla raccolta delle deleghe di voto. - 4.3. La nuova disciplina della sollecitazione delle deleghe di voto e della delega associativa. - 4.3.1. Le modifiche al R.E. in tema di sollecitazione e di raccolta delle deleghe di voto. - 4.4. La nozione di delega di voto ai fini della sollecitazione. - 4.4.1. La sollecitazione del 1998 e la sollecitazione del 2010 a confronto.- 4.4.2. La *ratio* della nuova sollecitazione delle deleghe di voto.- 4.5. Gli obblighi del promotore della sollecitazione.- 4.5.1. I soggetti che possono assumere il ruolo di promotore. - 4.5.2 L'avvio della sollecitazione ad opera del promotore: il prospetto e il modulo di delega .- 4.6. Prime applicazioni del nuovo istituto: il fenomeno del

caro-deleghe”. – 4.7. Postilla: il “*Green Paper*” europeo sui temi del governo societario

4.1. Sollecitazione e raccolta delle deleghe di voto prima del d.lgs. 27/2010.

L'adozione della Direttiva DSHR ha prodotto un ripensamento della regolazione della sollecitazione e la formale abrogazione dell'istituto della raccolta delle deleghe di voto da parte delle associazioni degli azionisti, nonostante queste materie non fossero state prese in considerazione dal legislatore comunitario.

Precedentemente all'entrata in vigore del d.lgs. 27/2010, attuativo della Direttiva 2007/36/CE, per quanto concerne le modalità operative della rappresentanza assembleare, affianco al meccanismo della delega “spontanea” di diritto societario comune, con l'introduzione del TUF, e specificatamente degli artt. 136-144, si erano aggiunti gli istituti della sollecitazione, cioè della richiesta di conferimento di deleghe di voto, e quello della raccolta delle deleghe di voto tra i propri associati effettuata dalle associazioni di azionisti.

A tal riguardo, va osservato che, mentre la sollecitazione si caratterizzava per il fatto di convogliare su una proposta formulata dal committente (*rectius* un socio titolare di una partecipazione consistente) le adesioni degli azionisti, la raccolta delle deleghe consentiva ai piccoli azionisti di partecipare alla formazione della volontà sociale indipendentemente dal fatto che i medesimi fossero contrari o favorevoli ad una specifica proposta, cioè l'associazione non “raccolgeva” le adesioni su una proposta, ma sollecitava la delega, lasciando agli azionisti la libertà di manifestare il proprio consenso ovvero il proprio dissenso in ordine all'approvazione di una ben determinata deliberazione e con l'obbligo per l'associazione di attenersi alle indicazioni espresse dal socio nella delega di voto.

Nell'ambito di un'indagine come quella che ci si appresta a compiere intorno alle novità in tema di sollecitazione e di raccolta delle deleghe di voto, si ritiene opportuno, qui di seguito, ricordare preliminarmente gli elementi che hanno caratterizzato questi istituti vigenti il vecchio testo del TUF.

4.1.a. *Gli elementi tipici della fattispecie originaria della sollecitazione.* In particolare, secondo le norme del Testo Unico, per sollecitazione delle deleghe di voto si intendeva la “*richiesta di conferimento di deleghe di voto rivolta alla generalità degli azionisti*” (art. 136, 1 comma, lett. b) da parte di un soggetto qualificato, cioè il committente, che come soggetto singolo ovvero come “*gruppo di soggetti che operano congiuntamente*” potevano promuovere “*la sollecitazione richiedendo l’adesione a specifiche proposte di voto*” (art. 136, 1 comma, lett. c).

Muovendo dal presupposto del possesso azionario richiesto per il committente, la letteratura giuridica formatasi sul TUF riteneva l’istituto della sollecitazione delle deleghe di voto funzionale a soddisfare le istanze di soci titolari di partecipazioni qualificate, che per l’entità e la stabilità della loro partecipazione, potevano avere un particolare interesse al governo della società quotata³¹⁵, e dunque, potevano attraverso la sollecitazione rafforzare (anche e soprattutto nel senso di raggiungere) il consenso necessario per l’adozione di una loro proposta imprenditoriale³¹⁶.

Dal combinato disposto delle norme dettate dal TUF (art. 136-144) e dalla CONSOB (art. 132-138), specificatamente dal Regolamento Emittenti (di seguito pure R.E.), relativamente alla sollecitazione, risulta che il Testo Unico fissava per la medesima la regola secondo la quale la stessa doveva essere effettuata da un intermediario su incarico di un committente, mediante la diffusione di un prospetto e di un modulo di delega (art. 138, 1° comma, TUF).

³¹⁵ Dall’analisi condotta da una parte della letteratura giuridica sull’istituto della sollecitazione, emergeva come lo stesso fosse in grado di consentire agli azionisti qualificati che avessero avuto un interesse - alla possibilità che si fosse tenuta una determinata assemblea - di raccogliere le deleghe necessarie a raggiungere il quorum assembleare, ovvero di convogliare, in sede assembleare, le stesse su una determinata proposta in modo da farla prevalere su una di segno opposto. Sul punto v. SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, III edizione, 2000, 54 ss.

³¹⁶ Nel senso del testo v. SALANITRO, cit., 56.

Il baricentro della sollecitazione era il committente e cioè un soggetto qualificato³¹⁷ che si assumeva l'iniziativa di promuovere la richiesta delle deleghe di voto, senza, tuttavia, poterla effettuare, dovendo affidare ad un intermediario³¹⁸ la realizzazione della procedura di diffusione dei documenti testé ricordati. In definitiva, era quest'ultimo a rivolgersi concretamente alla generalità degli azionisti per ottenere la loro adesione su una determinata proposta di voto. Il TUF tipizzava i soggetti ai quali si poteva ricorrere come intermediari, e cioè riservava la sollecitazione “*alle imprese di investimento, alle banche, alle società di gestione del risparmio, alle società di investimento a capitale variabile e alle società aventi per oggetto esclusivo l'attività di sollecitazione e la rappresentanza di soci in assemblea*”. L'attività di sollecitazione, dunque, veniva demandata a soggetti sottoposti a vigilanza pubblica; e ciò avrebbe dovuto garantire la correttezza dei comportamenti che avevano come destinatari gli azionisti sollecitati a rilasciare la procura di voto. In tal senso, faceva eccezione solo il caso in cui a ricoprire il ruolo dell'intermediario fossero le società aventi come oggetto esclusivo proprio la sollecitazione e la rappresentanza dei soci.

Muovendo dal fatto che la sollecitazione di deleghe, come segnatamente indicato dal R. E., permetteva all'azionista solo di poter aderire alla proposta di voto³¹⁹ indicata dal committente, la c.d. *one way proxy*, e non di fornire istruzioni

³¹⁷ Vigente il dettato originario del Testo Unico, il committente doveva risultare iscritto da almeno sei mesi nel libro dei soci per la medesima quantità di azioni. In definitiva, il committente, oltre a dover avere la qualità di socio, doveva essere pure un socio “non occasionale”, vale a dire diventato tale con il solo obiettivo di incidere sulla deliberazione assembleare oggetto della richiesta di delega di voto. Il d.lgs. n. 303 del 2006 ha abrogato la suddetta condizione, consentendo anche al “socio occasionale” di ricoprire il ruolo di committente.

³¹⁸ La necessità di prevedere l'interposizione di un soggetto vigilato nei rapporti fra i risparmiatori e gli operatori del mercato finanziario trova giustificazione nel caso di rapporti a contenuto patrimoniale, laddove i profili di trasparenza connessi con le operazioni di natura finanziaria siano preminenti, ed era meno giustificata nel caso di specie.

³¹⁹ Con riferimento all'ipotesi in cui la sollecitazione fosse avvenuta soltanto su alcuni argomenti all'ordine del giorno, l'azionista poteva esprimere nella scheda di delega la propria indicazione di voto anche sugli argomenti per i quali non era stato sollecitato. Nel caso in cui venisse sottoposta all'attenzione dell'assemblea, una delibera diversa da quella per la quale il socio aveva conferito la delega, il modulo doveva consentire al socio di dichiarare la propria volontà di astenersi o di votare secondo le proposte

contrarie alle quali il committente sarebbe stato obbligato ad adeguarsi in sede di riunione assembleare³²⁰, si può osservare come il meccanismo della sollecitazione si articolasse in un accordo trilatero fra socio, committente ed intermediario, integrato dalla diffusione di un prospetto, redatto secondo il modello fissato dalla CONSOB. Il prospetto permetteva di identificare il committente, l'emittente, l'intermediario, la data di convocazione dell'assemblea, gli argomenti all'ordine del giorno, le proposte di voto per le quali si sollecitavano le deleghe di voto, i motivi sottostanti le stesse, e la data a partire dalla quale gli azionisti potevano ritirare presso l'intermediario il modulo di delega.

La diffusione del prospetto informativo e del modulo di delega rappresentavano, unitamente alla raccolta dei dati identificativi degli azionisti, gli elementi che maggiormente caratterizzano l'attività di sollecitazione. Ciò spiega perché il legislatore, al fine di evitare il pericolo che la comunicazione "verso l'esterno" di dati e notizie, anche solo per una mera scelta linguistica, potesse vulnerare la formazione di una decisione consapevole in merito al voto da esprimere da parte dell'azionista oblatore, avesse scelto di determinare il contenuto dei due documenti³²¹.

Per quanto riguarda il conferimento della procura di voto, l'azionista trasmetteva all'intermediario il modulo di delega insieme con la certificazione (della società di gestione accentrata) comprovante il diritto del medesimo ad esercitare il potere di voto nella riunione assembleare per la quale era sollecitata la procura di voto. La delega era revocabile, non poteva essere rilasciata in bianco e doveva indicare la data di conferimento della rappresentanza, il nome del rappresentante e le indicazioni di voto.

espresse dal consiglio di amministrazione ovvero da un altro azionista. Qualora il socio per i suddetti casi (critici) non avesse fornito istruzioni di voto, lo stesso non poteva essere esercitato.

³²⁰ Per quanto concerne, poi, la delega associativa, questa consentiva all'associato di fornire istruzioni di voto diverse da quelle raccomandate dall'associazione, permettendo comunque diversamente dalla delega spontanea, come già detto, di superare i limiti quantitativi fissati dall'art. 2372 c.c.

³²¹ E' appena il caso di segnalare che le considerazioni svolte nel testo valgono anche con riferimento all'istituto della raccolta delle deleghe da parte delle associazioni.

Il diritto di voto in assemblea veniva esercitato dal committente in nome e per conto dei deleganti, salva la possibilità per il medesimo di affidare l'esercizio dello stesso all'intermediario.

Residua da segnalare che: sotto il profilo dei rapporti tra l'istituto generale della rappresentanza assembleare e le norme speciali dettate per la rappresentanza nelle assemblee delle società quotate, con riferimento a quest'ultime, nell'ipotesi di un amministratore/sindaco/dipendente della società che fosse al contempo socio della quotata e titolare di una partecipazione sociale *“almeno pari all'uno per cento”³²² del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto* nell'assemblea per la quale si intendeva richiedere la delega³²³, per una parte della dottrina questo poteva ricoprire il ruolo di committente, e cioè procedere alla sollecitazione, poiché per il caso di specie, data la prevalenza delle norme speciali su quelle generali in tema di rappresentanza, non operavano i vincoli posti dall'art. 2372 c.c., 4° comma, e cioè il principio secondo il quale *“la rappresentanza non può essere conferita né ai membri degli organi amministrativi o di controllo o ai dipendenti della società, né alle società da essa controllate o ai membri degli organi amministrativi o di controllo o ai dipendenti di queste”*. Inoltre, tanto dalla sollecitazione quanto dalla raccolta delle deleghe, dato il carattere speciale della loro disciplina, poteva risultare un'attribuzione di procure di voto per una quantità di azioni superiore a quella indicata come soglia massima dall'art. 2372 c.c., 6° comma³²⁴. Tuttavia, l'operativa

³²² Sul punto l'art. 139, 1 comma, TUF, deferiva alla CONSOB, per società ad elevata capitalizzazione e ad azionariato particolarmente diffuso, la possibilità di stabilire percentuali di capitale inferiori.

³²³ Muovendo dal presupposto che in Italia «sono normalmente presenti nuclei stabili di azionisti di controllo di cui gli amministratori costituiscono una semplice emanazione», in dottrina si è evidenziato che «favorire la raccolta delle deleghe da parte degli amministratori in quanto tali [...] non avrebbe dotato la tecnostuttura societaria di uno strumento di raccolta del consenso bensì avrebbe fornito al gruppo di comando un mezzo per aumentare i diritti di voto disponibili», PRESTI, *La nuova disciplina delle deleghe di voto*, in *Banca Impresa Società*, 1999, 46.

³²⁴ Il venir meno dei limiti, posti dai commi 5° e 6° dell'art. 2372, con riferimento all'istituto della sollecitazione e della raccolta delle deleghe di voto, si giustificava nell'ottica che, il ricorso ai suddetti istituti, contemplava l'ottemperanza a regole di trasparenza e di correttezza, nonché l'esercizio di poteri di controllo da parte della CONSOB, tali da scongiurare il prodursi di quei rischi che avevano indotto il legislatore ad introdurre limiti soggettivi ed oggettivi al rilascio delle deleghe spontanee.

delle norme in tema di deleghe spontanee rimaneva ferma quando il conferimento delle deleghe avveniva al di fuori delle ipotesi della sollecitazione e della raccolta delle deleghe di voto³²⁵.

4.1.b. Elementi caratterizzanti l'istituto della raccolta delle deleghe di voto.

Con l'espressione "raccolta di deleghe" si designava *"la richiesta di conferimento di deleghe di voto effettuata dalle associazioni di azionisti esclusivamente nei confronti dei propri associati"*. Queste dovevano essere costituite con scrittura privata autenticata, non esercitare attività di impresa, salvo quelle direttamente strumentali al raggiungimento dello scopo associativo, essere composte da almeno cinquanta persone (in modo da assicurare una sufficiente rappresentatività) fisiche ciascuna delle quali fosse proprietaria di un quantitativo di azioni non superiore allo 0,1% del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto.

Il conferimento collettivo della rappresentanza, attraverso la costituzione di una struttura organizzativa di riferimento e senza che la stessa potesse incidere sulla determinazione dell'orientamento di voto da parte del socio, abbatteva i costi connessi alla partecipazione del medesimo alle vicende societarie, rendendo quest'istituto funzionale a favorire l'intervento dei piccoli azionisti alle assemblee, e dunque, in ultima istanza, a vincere l'atteggiamento di "apatia razionale" solitamente dimostrato da questi ultimi per la tutela diretta dei loro interessi.

L'associazione che intendeva promuovere una raccolta di procure di voto nei confronti dei propri associati doveva darne comunicazione con un comunicato stampa e doveva informarne la CONSOB, nonché la società emittente e quella di gestione del mercato. La raccolta veniva effettuata direttamente dall'associazione attraverso la trasmissione agli associati dei documenti preparati dall'emittente in occasione dell'assemblea e del modulo di delega, tuttavia, nel caso in cui

³²⁵ In questa prospettiva, è appena il caso di ricordare che il 2° comma dell'art. 2372 c.c. (v.t.) fissava una regola specifica per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, quindi anche per le quotate, vale a dire nelle medesime *"la rappresentanza [poteva] essere conferita solo per le singole assemblee, con effetto anche per le successive convocazioni, salvo"* l'ipotesi *"di procura generale o di procura conferita da una società, associazione, fondazione o altro ente collettivo o istituzione ad un proprio dipendente"*.

l'associazione intendesse procedere alla richiesta del conferimento delle deleghe al di fuori dei propri associati, l'associazione doveva possedere i medesimi requisiti richiesti per il committente di una sollecitazione³²⁶.

Rispetto alla sollecitazione delle deleghe di voto, la raccolta era caratterizzata da strumenti operativi tecnicamente meno complessi e, conseguentemente, più economici: l'intera procedura si svolgeva all'interno della struttura associativa e, per questa ragione, richiedeva una gamma di garanzie inferiori della richiesta di conferimento delle procure di voto ad opera di un committente.

4.1.c. Doveri del committente, dell'intermediario, e delle associazioni di azionisti. Da ultimo, il TUF contemplava alcune norme che definivano in modo puntuale i doveri posti in capo al committente e all'intermediario nella sollecitazione delle deleghe e nel caso di raccolta delle stesse ad opera delle associazioni degli azionisti.

Stante la regola che *“le informazioni contenute nel prospetto o nel modulo di delega e quelle eventualmente diffuse nel corso della sollecitazione o della raccolta di deleghe [dovevano] essere idonee a consentire all'azionista di assumere decisioni consapevoli”* (art. 143, 1° comma, TUF), il TUF prevedeva che il committente e i rappresentanti delle associazioni fossero responsabili dell'idoneità delle informazioni fornite a consentire una scelta consapevole da parte dell'azionista, mentre l'intermediario era considerato responsabile della completezza delle informazioni diffuse nel corso della sollecitazione.

Questa digressione si è resa necessaria per illustrare, seppur brevemente, quale fosse lo scenario normativo sul quale avrebbe finito per produrre i propri effetti l'attuazione nel nostro ordinamento della Direttiva 2007/36/CE.

4.2. Gli effetti della Direttiva 2007/36/CE sulla sollecitazione e sulla raccolta delle deleghe di voto. Dinnanzi ad siffatto quadro normativo, in sede di (prima)

³²⁶ Per un'analisi approfondita del fenomeno delle associazioni degli azionisti v. MORANDI, *Le associazioni di azionisti nelle società quotate*, Padova, CEDAM, 2003.

consultazione del documento per l'attuazione della Direttiva 2007/36/Ce, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate³²⁷, il Ministero dell'Economia (Dipartimento del Tesoro) osservava che il venire meno dei limiti al numero dei soci che un soggetto può rappresentare³²⁸ comportava una riflessione sulla necessità di innovare la disciplina in tema di sollecitazione e della raccolta delle deleghe di voto. A tal proposito si chiariva che, a seguito dell'attuazione delle Direttive, l'istituto della delega associativa si mostrava superfluo³²⁹, mentre era necessario predisporre un coordinamento della nuova normativa con quella dettata in tema di sollecitazione delle deleghe. In particolare, in sede di consultazione, l'interesse del Dipartimento del Tesoro era concentrato su tre punti, e cioè:

- capire, se alla luce del considerando n. 10 della Direttiva, si potesse configurare in capo ad un rappresentante l'avvio di una sollecitazione nel caso in cui quest'ultimo avesse raccolto più di un certo numero di deleghe³³⁰, e in caso di risposta positiva, quale potesse essere il numero rilevante;
- cercare di rimuovere quella parte della disciplina vigente sulla sollecitazione che aveva reso praticamente inutilizzato l'istituto;
- capire se, stante la formulazione dell'art. 10 della Direttiva, si imponesse di ripensare la figura del committente e quella dell'intermediario.

³²⁷ Il testo integrale del documento è consultabile sul sito www.dt.tesoro.it.

³²⁸ E' appena il caso di ricordare che la Direttiva ha imposto agli Stati membri di rimuovere i limiti soggettivi ed oggettivi al rilascio delle deleghe di voto.

³²⁹ E con esso anche le associazioni di azionisti.

³³⁰ Nel documento integrale delle osservazioni mosse dall'Associazione ASSONIME, in sede di prima consultazione (al documento del Ministero dell'Economia, Dipartimento del Tesoro, per l'attuazione della Direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate, www.dt.tesoro.it), si registravano perplessità sulla possibilità di presumere la configurazione della sollecitazione in capo al rappresentante ogni volta che quest'ultimo avesse raccolto un determinato numero di deleghe. In questa prospettiva, si suggeriva che elemento di discriminazione tra la sollecitazione e la mera raccolta di deleghe spontanee non dovesse essere tanto il superamento di una determinata soglia quantitativa, quanto le modalità con le quali si procedeva alla richiesta di conferimento, e cioè l'elemento distonico doveva essere individuato nel fatto che solo nel caso di una sollecitazione si assiste ad un invito rivolto al pubblico affinché questo concentri le procure su un determinato soggetto, consentendogli di raggiungere un scopo ben definito.

Lo schema di decreto legislativo, posto in consultazione dal Ministero del Tesoro, il 29 luglio 2009 (di seguito anche documento in seconda consultazione), fornendo risposta ai suddetti interrogativi, rimodulava in modo sostanziale la disciplina in tema di sollecitazione delle deleghe di voto. In particolare, proponeva la soppressione del requisito del possesso azionario per chi volesse avviare una sollecitazione e considerava tale quella rivolta a più di duecento azionisti³³¹. Per quanto concerne la procedura di richiesta di conferimento delle deleghe, eliminando la figura dell'intermediario, prevedeva che la medesima fosse svolta solo da un nuovo soggetto, il promotore. In ultimo, lo schema aboliva la raccolta delle deleghe da parte delle associazioni.

La critica principalmente rivolta al progetto di decreto attuativo della Direttiva era volta a mantenere quale requisito di legittimazione alla promozione di una sollecitazione, quello della titolarità di una soglia di partecipazione minima, poiché con lo stesso veniva «garantito un adeguato livello di trasparenza e affidabilità dello strumento, limitando la possibilità di abusi»³³², specificatamente la possibile realizzazione di pratiche illecite da parte dei promotori. Tuttavia, come si vedrà di seguito, il legislatore nell'emanare il d.lgs. 27/2010 non ha tenuto conto delle suddette perplessità.

4.3 La nuova disciplina della sollecitazione delle deleghe di voto e della delega associativa. Muovendo dal contenuto dello schema di decreto posto in consultazione, per quanto qui più interessa, il testo definitivo del d.lgs. 27/2010 ha disposto:

³³¹ In sede di commento allo schema del d.lgs. attuativo della Direttiva 2007/36/CE, lo studio legale *CLEARY GOTTLIEB STEEN & HAMILTON LLP*, in riferimento all'istituto dell'associazione degli azionisti, faceva notare che «l'abolizione delle restrizioni ai soggetti abilitati a svolgere la sollecitazione e la previsione di un'esenzione numerica ampiamente oltre la soglia dei cinquanta associati, rende probabile la caduta in desuetudine dell'istituto, così come disciplinato». Il testo integrale delle osservazioni è consultabile sul sito www.dt.tesoro.it.

³³² Così ASSONIME, la quale suggeriva, tutt'al più, la possibilità di abbassare l'entità della soglia. Nello stesso senso anche Confindustria, entrambi i documenti sono reperibili su www.dt.tesoro.it.

- che la richiesta di deleghe di voto integra la fattispecie della sollecitazione, non più se rivolta alla generalità degli azionisti, bensì a più di duecento azionisti³³³; ne consegue che la stessa dovrà essere necessariamente rivolta a più di duecento soggetti “*ai quali spetta il diritto di voto*”³³⁴ nell’assemblea, per la quale si procede alla richiesta del conferimento delle deleghe; dunque, a seguito del d.lgs. 27/2010 è consentita la sollecitazione rivolta solo ad alcuni azionisti. Considerato che fino al d.lgs. 27/2010, si sono svolte in Italia due sole sollecitazioni relativamente alla stessa società quotata e comunque ritirate dopo la pubblicazione del prospetto³³⁵, l’introduzione della possibilità di rivolgere l’attività di sollecitazione non più all’intero universo degli azionisti ma ad una parte di essi va sicuramente apprezzata sotto il profilo del concreto impegno da parte del legislatore ad agevolare ed incoraggiare l’uso di questo istituto;

- che la richiesta delle deleghe di voto può avere ad oggetto sia “*specifiche proposte di voto*” che essere “*accompagnata da raccomandazioni, dichiarazioni o altre indicazioni idonee a influenzare il voto*”³³⁶;

- l’abrogazione dell’art. 139 del TUF che prevedeva come requisito del committente della sollecitazione il possesso di una partecipazione qualificata nella società su cui si era promossa tale sollecitazione³³⁷;

- l’abrogazione dell’art. 140 del TUF, eliminando, così, il carattere di attività riservata della sollecitazione di deleghe;

³³³ V. art. 136, 1° comma, lett. a), nuovo testo, TUF.

³³⁴ Così il nuovo testo dell’art. 2372, 1° comma, c.c.

³³⁵ v. “Documento in consultazione CONSOB”, marzo 2011, “Sollecitazione deleghe di voto”, www.consob.it.

³³⁶ Art. 136, 1° comma, lett. b), nuovo testo, TUF.

³³⁷ La *ratio* sottostante la soppressione si rinviene nel fatto che la richiesta del possesso di una partecipazione azionaria pari almeno all’uno per cento, sicuramente di minoranza ma comunque di un certo peso nelle società ad azionariato diffuso, nella prassi si era rivelata un ostacolo all’uso della sollecitazione stessa. Inoltre, in base al disposto del considerando 10 della Direttiva ulteriori limiti, a quelli già previsti dall’art. 10, possono essere imposti alla sollecitazione delle deleghe solo se funzionali a garantirne l’affidabilità e la trasparenza.

- l'eliminazione della necessità di avvalersi di un intermediario per lo svolgimento della suddetta sollecitazione³³⁸;

- l'introduzione della figura del promotore che, oltre a configurarsi come "*il soggetto o i soggetti che congiuntamente promuovono la sollecitazione*"³³⁹, sostituisce l'intermediario quale soggetto che effettua la sollecitazione mediante la diffusione di un prospetto e di un modulo di delega;

- l'introduzione delle deleghe elettroniche, demandando al Ministero di Giustizia di definire con proprio regolamento, sentita la CONSOB, "le modalità di conferimento della delega in via elettronica, mentre è rimessa all'autonomia statutaria di indicare almeno "una modalità di notifica elettronica della delega che gli azionisti hanno la facoltà di utilizzare";

- 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 da parte delle associazioni³⁴⁰, tuttavia l'associazione può sollecitare deleghe anche al di fuori degli associati, ma in tal caso (se si rivolge a più di 200 soggetti) dovrà adempiere agli obblighi previsti dalla disciplina della sollecitazione. Le deleghe conferite all'associazione dai propri

³³⁸ E' appena il caso di segnalare che già la proposta di Legge Veltroni (C6751, anno 2000) per la riforma organica del diritto societario, con riferimento alle società quotate prevedeva l'eliminazione dell'obbligo di avvalersi di un intermediario. Il testo integrale della legge è disponibile su www.cameradeputati.it.

³³⁹ V. art. 136, 1° comma, lett. c), nuovo testo, TUF.

³⁴⁰ Con riferimento alla decisione di abrogare la figura delle associazioni degli azionisti, presente nel secondo documento in consultazione ma non riprodotta nel testo definitivo del d.lgs. 27/2010, il legislatore sembra aver tenuto conto delle perplessità avanzate in sede di consultazione, *ex pluribus*, da ASATI (associazione azionisti Telecom Italia) secondo la quale «la sussistenza delle particolari relazioni intercorrenti tra i rappresentanti delle associazioni e gli azionisti associati è valido motivo per il mantenimento di una disciplina attenta a tali aspetti qual'è la raccolta delle deleghe vigente. La nostra esperienza maturata in 10 anni di partecipazione alle assemblee di Telecom Italia, come associazione di piccoli azionisti ASATI, ha dimostrato di aver apportato un qualificante contributo al miglioramento della *corporate governance* della società», testo integrale su www.dt.tesoro.it.

azionisti non sono computate ai fini del calcolo del limite di duecento azionisti rilevante ai fini dell'applicazione della sollecitazione (v. art. 141, seconda comma, TUF). Il nuovo articolo 141 TUF nulla dispone circa l'applicabilità alle associazioni degli obblighi di trasparenza di cui all'art. 122 TUF. I singoli azionisti non possono possedere una partecipazione azionaria con diritto di voto superiore allo 0,1% del capitale sociale. Il legislatore della riforma considera ancora quello dell'associazione degli azionisti come un'esperienza partecipativa rivolta solo ai piccoli azionisti, con la chiara esclusione dei grandi azionisti ovvero degli investitori istituzionali, i quali potrebbero finire facilmente con l'influenzare le intenzioni di voto degli altri partecipanti all'associazione³⁴¹.

4.3.1 Le modifiche al R.E. in tema di sollecitazione e di raccolta delle deleghe di voto. Anche la CONSOB, modificando il R.E., in sede di recepimento delle novità introdotte nel TUF dal citato d.lgs. 27/2010, ha apportato alcune semplificazioni alla disciplina della sollecitazione, in modo tale da favorire il ricorso a tale istituto. In particolare:

- sono state modificate le disposizioni del R.E. che richiedevano che le deleghe potessero essere rilasciate solo in conformità alle proposte di voto del committente, prevedendo, invece, la possibilità per il promotore di ricevere deleghe anche non in linea con le proposte o raccomandazioni dallo stesso espresse nel prospetto. A tal riguardo, è ora rimessa al promotore la scelta di condizionare la raccolta delle deleghe alla adesione alle proprie proposte di voto (c.d. *one way proxy*) ovvero di raccogliere anche le deleghe

³⁴¹ Per il rilievo nel testo e per un approfondimento sulla possibilità di rilasciare le deleghe di voto all'associazione nelle ipotesi di dissociazione di proprietà e possesso v. C PASQUARIELLO, *Sub art. 141 – Associazione di azionisti, La nuova disciplina dei diritti degli azionisti, Commentario*, a cura di Guerrieri, in *Nuove leggi civili commentate*, f.n. 4, 762.

non adesive alle stesse (c.d. *two way proxy*)³⁴², dandone informazione nel prospetto e nel modulo di delega;

- sono state modificate le disposizioni relative alla procedura della sollecitazione al fine di agevolare e rendere più celere lo svolgimento della stessa, in linea con le semplificazioni procedurali introdotte *ex lege*. In particolar modo, è stata eliminata la disposizione che, pur non richiedendo da parte della Commissione l'adozione di un provvedimento espresso sul contenuto del prospetto, prevedeva l'invio preventivo dello stesso alla CONSOB. E' stata quindi introdotta una vigilanza *ex post* della CONSOB medesima sul contenuto del prospetto già pubblicato, anche in considerazione dei tempi a disposizione del promotore³⁴³;

- per quanto concerne le modalità di identificazione degli azionisti, il nuovo art. 136, comma 7, R.E., ripropone quello che era previsto dall'art. 134 R.E., vecchio testo. Si ritiene opportuno chiarire che il meccanismo di identificazione degli azionisti ai fini della sollecitazione delle procure di voto presenta alcune caratteristiche che lo distinguono dall'analogo procedimento introdotto dall'art. 83-*duodecies* TUF (di cui si è detto nel precedente capitolo). In particolare quest'ultimo sistema appare più dispendioso in termini di tempo e potenzialmente più costoso di quello finalizzato alla sollecitazione delle deleghe di voto. Difatti il medesimo consente al promotore della sollecitazione di selezionare gli intermediari a cui richiedere le informazioni rilevanti anche in base al livello di copertura dell'azionariato che esso desidera ottenere (il c.d. *cherry picking*). L'assenza del doppio flusso informativo (ascendente e discendente) che caratterizza l'istituto

³⁴² L'introduzione di questa nuova regola dovrebbe interessare gli operatori ad un maggior uso di uno strumento come quello della sollecitazione sino ad oggi dormiente nel nostro ordinamento, Inoltre, potrebbe avere il merito di avvicinare il nostro ordinamento ad altre esperienze giuridiche come, ad esempio, quella nordamericana.

³⁴³ Sul punto, in sede di attuazione della Direttiva, si è ritenuto che l'esercizio delle vigilanze *ex post* ed il connesso potere di richiedere integrazioni informative (v. art. 144, 2 ° comma, TUF) fossero sufficienti a conciliare le esigenze di celerità con l'interesse a una corretta informazione al pubblico.

dell'identificazione degli azionisti, ex art. 83-*duodecies* TUF, permette, inoltre, pur non garantendo *standards* elevati di sicurezza dei dati, di conseguire notevoli risparmi di tempo, considerando che i tempi ristretti a disposizione del promotore non sembrano compatibili con quelli necessari al completamento dell'identificazione nelle forme stabilite dall'art. 83-*duodecies* TUF. La possibilità di determinare il livello di copertura della *shareholder identification* può contribuire altresì a contenere i costi della sollecitazione, in quanto il costo marginale dei dati reperiti sembra crescere al progredire del livello di precisione dell'indagine. La pubblicazione del prospetto di sollecitazione garantisce, peraltro, che la selezione degli intermediari presso i quali svolgere l'indagine non comporti lesione degli interessi degli azionisti che non siano individualmente contattati dal promotore;

- alla luce dell'abrogazione delle disposizioni del TUF che disciplinavano l'istituto della raccolta delle deleghe da parte dell'associazioni degli azionisti (ad esempio, l'art. 136, lett. e) TUF) sono state eliminate le relative disposizioni secondarie (art. 136 e in parte 138 R.E.). Tali modifiche lungi dal rappresentare un'abrogazione di fatto delle associazioni di azionisti e dall'impedire il proseguimento dell'attività che fino ad oggi hanno svolto, consentirà alle stesse di svolgere liberamente la raccolta delle deleghe presso i propri associati senza gli oneri connessi al rispetto della previgente procedura. Inoltre, sulla scorta dell'abrogazione del previgente art. 141, comma 3°, del TUF che rendeva indirettamente applicabile alle associazioni di azionisti il regime di trasparenza (vigente) previsto dal TUF in tema di patti parasociali, sono venuti meno gli obblighi di pubblicazione previsti in attuazione di tale ultima disposizione (specificatamente gli artt. 132-133 R.E.). Resta ferma – evidentemente – la piena applicazione della disciplina prevista per i patti parasociali dagli artt. 122 e ss del TUF qualora le associazioni medesime ricadano in tali fattispecie.

I primi commenti della dottrina qualificano la delega associativa come alternativa alla delega sollecitata. In particolare, osservano come la prima possa essere funzionale ad

agevolare la partecipazione alle vicende societarie dei piccoli, seppur organizzati, azionisti.³⁴⁴

4.4. *La nozione di delega di voto ai fini della sollecitazione.* - Il contenuto della delega di voto si articola in una serie di elementi indicati dall'art. 142 TUF, nuovo testo³⁴⁵, i quali, tuttavia, richiamano in larga parte quelli già illustrati per le deleghe spontanee ex art. 2372 c.c.³⁴⁶ In tal senso, la delega deve contenere la sottoscrizione del delegante, l'indicazione del delegato e della data del conferimento della delega³⁴⁷. Inoltre, l'attribuzione della delega può effettuarsi solo per singole assemblee già convocate³⁴⁸, con effetto per le eventuali convocazioni successive, cosicché l'azionista oblatto dalla sollecitazione possa, fin dalla convocazione, essere informato sulle materie poste all'ordine del giorno dell'assemblea. L'espressione "assemblee già convocate" costituisce una conferma di quello che deve essere considerato il principio ispiratore della disciplina della sollecitazione delle deleghe, e cioè l'azionista deve, attraverso un'informazione analitica e completa dei dati e delle motivazioni relativi alla richiesta della delega stessa, essere messo nelle condizioni di poter raggiungere una decisione di voto consapevole³⁴⁹ prima di procedere al rilascio della delega.³⁵⁰

³⁴⁴ In tal senso v. C. PASQUARIELLO, *Sub art. 141 TUF, La nuova disciplina dei diritti degli azionisti, Commentario*, a cura di Guerrieri, in *Nuove leggi civili commentate*, f.n. 4, 760.

³⁴⁵ Il contenuto dell'art. 142 TUF è stato, in parte, innovato dal d.lgs. 27/2010, e le novità introdotte interesseranno le assemblee convocate dopo il 31 ottobre 2010.

³⁴⁶ Nel senso del testo, da ultimo, v. C. PASQUARIELLO, *cit.*, 765.

³⁴⁷ Diversamente l'indicazione della data non è richiesta per il rilascio delle deleghe spontanee.

³⁴⁸ Nel caso di attribuzione di una delega spontanea si prescinde dall'avvenuta convocazione.

³⁴⁹ Nella stessa prospettiva e per un'analisi approfondita v. CANEPARI, *Sub art. 142*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, in *Commentario* a cura di Marchetti ed altri, 1432; PELLEGRINO, (nt), 99; LENER-TUCCI, *Sub art. 142*, in *Commentario al TUF*, a cura di Alpa e altri, 1296.

³⁵⁰ Sul punto, in giurisprudenza, v. Cass. 20 luglio 1988, n. 4079, in *Società*, 1988, II, 1030; Trib. Milano 7 novembre 1994, in *Giur. Comm.*, 1995, II, 395.

All'azionista delegante è riconosciuto il potere di revocare la procura di voto rilasciata. Alla base di questa norma appare evidente, come già illustrato con riferimento alle deleghe spontanee, la volontà del legislatore di tutelare l'interesse del singolo azionista a riaffermare, in qualsiasi momento e senza vincoli, il potere di esercitare il voto direttamente, al quale aveva "abdicato" con il conferimento della delega al promotore³⁵¹. Tuttavia, il legislatore nel predisporre la revoca ha ritenuto che la stessa non dovesse arrecare un *vulnus* al delegante, e in tal senso l'art. 138, ultimo comma, R.E. dispone che la revoca della delega dovrà avvenire mediante dichiarazione scritta³⁵² portata a conoscenza del promotore almeno il giorno prima dell'assise assembleare, ne consegue che quest'ultimo pienamente consapevole della nuova situazione, ingenerata dalla revoca, avrà la possibilità di compiere, durante l'assemblea, le scelte a se stesso più confacenti, annullandosi così il rischio che possa rimanere "vittima" di «sovertimenti imprevisi della propria posizione»³⁵³.

Gli elementi di identificazione principale della delega sollecitata, rispetto a quella spontanea, si ricavano dal combinato disposto degli artt. del TUF 142, 2° comma³⁵⁴, e 136, 1° comma, lett. b), vale a dire: le deleghe devono indicare specifiche proposte di voto, "*possono essere conferite anche solo per alcune delle proposte di voto indicate nel modulo di delega, o solo per alcune materie all'ordine*

³⁵¹ Per un'indagine dettagliata intorno alla revoca della delega, prima della riforma del 2010, v., *ex pluribus*, BONOTTO, *Sub art. 2372*, in *Commentario alla riforma delle società, Assemblea*, a cura di Marchetti ed altri, Milano, Egea, 2008, II, 65; SERRA, *Il Procedimento Assembleare*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum Gianfranco Campobasso, a cura di Abbadessa e Portale, 2007, II, 67; PLATANIA, *Contratto di raccolta di deleghe*, in AA.VV., *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale. Il diritto privato nella giurisprudenza*, Torino, UTET, 2004, 535.

³⁵² Questa regola è rimasta invariata a seguito della riforma operata dal d.lgs. 27/2007. Con riferimento alla stessa si registra un dibattito dottrinario, prima della riforma, sulla possibilità che nonostante il dettato dell'art. 138 R.E. si potesse configurare l'ipotesi della revoca tacita ovvero per *facta concludentia*. Sostengono la legittimità di queste due ipotesi di revoca: CAVANNA, *Sub art. 142*, cit., 226 e 227; GHEZZI, *Sub art. 144*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico delle finanze D.Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58*, Commentario a cura di Marchetti, Milano, Giuffrè, 2000, 1515. *Contra* v. CARDARELLI, cit., 923. Ammettono la revoca tacita con esclusivo riferimento alla disciplina codicistica in tema di rappresentanza assembleare: JAEGER, cit., 561; SACCHI, cit., 390.

³⁵³ Così PELLEGRINO, cit., 109.

³⁵⁴ Come novellato dal d.lgs. 27/2010.

del giorno". Inoltre, *"il rappresentante è tenuto a votare per conto del delegante anche sulle materie all'ordine del giorno, sulle quali abbia ricevuto istruzioni, non oggetto della sollecitazione"*.

Sotto il profilo della disciplina codicistica, la possibilità di un accordo delegante-delegato volto a definire il contenuto dell'esercizio del voto da parte del secondo, per la dottrina, rileva nei limiti del rapporto gestorio tra le parti, configurandosi giuridicamente come regola di comportamento del delegato. Diversamente, la regola posta dal 2° comma dell'art. 142 TUF sembrerebbe orientata ad attribuire alle indicazioni di voto anche un ruolo organizzativo, e come tale in grado di vulnerare l'esercizio legittimo del potere di delega in assemblea, cioè potrebbe minare la validità del voto manifestato dal rappresentante³⁵⁵.

Sotto il profilo del rilascio della c.d. delega parziale, sul presupposto dell'art. 137 R.E.³⁵⁶, una parte della dottrina ha ritenuto che la stessa sterilizzi la legittimazione dell'azionista ad esercitare il diritto di voto, sia personalmente che rilasciando una ulteriore e diversa delega, per tutti gli argomenti per i quali non avesse fornito istruzioni di voto³⁵⁷. Il rilascio della delega parziale non altera la regolare costituzione dell'assemblea: le azioni per le quali è stata conferita la procura di voto, anche parziale, sono computate, interamente, ai fini del *quorum* costitutivo della riunione assembleare. Per quanto attiene al raggiungimento del *quorum* deliberativo, relativamente alle singole deliberazioni per le quali non sono state rilasciate, non verranno computate le deleghe parziali.

4.4.1. La sollecitazione del 1998 e la sollecitazione del 2010 a confronto.

Confrontando il vecchio e il nuovo scenario normativo, si può constatare che la

³⁵⁵ Per le intuizioni illustrate nel testo v. CANEPARI, cit., 1420 ss.

³⁵⁶ Come a tutti noto, il 2° comma di questo articolo considera astenuto l'azionista che non abbia indicato il proprio voto sul modulo di delega, www.consob.it.

³⁵⁷ Per una dettagliata analisi della questione v. PELLEGRINO, cit., 103 ss; LENER-TUCCI, cit., 1293.

fattispecie qualificata dal legislatore del TUF come sollecitazione ha mutato i suoi caratteri essenziali.

Vigente il vecchio regime, poteva procedere alla sollecitazione delle deleghe di voto esclusivamente un soggetto qualificato, cioè un soggetto che presentasse i requisiti individuati dall'art. 139 TUF, e denominato “committente”, la richiesta di conferimento delle procure di voto aveva ad oggetto solamente l'adesione a determinate proposte di voto e doveva essere rivolta alla generalità degli azionisti; da ultimo, la stessa si articolava nella diffusione affidata ad un soggetto abilitato, l'intermediario, del prospetto e del modulo di delega, ossia di due documenti, il cui contenuto era segnatamente indicato nel R.E.³⁵⁸.

Sulla scorta del nuovo quadro normativo, introdotto dal d.lgs. 27/2010, gli elementi tipizzanti la sollecitazione sono: il promotore, cioè il soggetto (non più qualificato) che può procedere alla sollecitazione per richiedere le deleghe ed è deputato anche alla realizzazione effettiva del procedimento di sollecitazione; la richiesta può avere come contenuto sia l'adesione a determinate proposte di voto che essere accompagnata da raccomandazioni, dichiarazioni o altre indicazioni idonee a influenzare il voto³⁵⁹ e deve essere rivolta a più di duecento azionisti. Da ultimo, rimane invariato il procedimento di sollecitazione, il quale continuerà a svilupparsi attraverso la diffusione di due documenti espressamente disciplinati dal R.E. quali il prospetto e il modulo di delega.

4.4.2. La ratio della nuova sollecitazione delle deleghe di voto. Passando ad analizzare i singoli elementi tipizzanti il nuovo modello di sollecitazione, la figura del promotore, chiaramente funzionale ad agevolare l'uso delle deleghe sollecitate, lascia emergere la volontà del legislatore di semplificare il primo modello di sollecitazione introdotto nel nostro ordinamento dal TUF. In tal senso, il promotore sintetizza i ruoli precedentemente affidati al “committente” e all’ “intermediario”³⁶⁰,

³⁵⁸ Cfr. PELLEGRINO, cit., 55 e 56.

³⁵⁹ Così l'art. 136 TUF nuovo stile.

³⁶⁰ Sul punto va segnalato che nessun'altra esperienza giuridica prevedeva il «filtro dell'intermediario», PRESTI, cit., 47.

accorciando la catena dei soggetti interessati alla realizzazione della sollecitazione, consente notevoli risparmi di tempo, soprattutto considerando i tempi ristretti a disposizione del soggetto che intenda procedere alla sollecitazione.

Le modalità di richiesta del conferimento delle procure di voto, predisposte dal nostro ordinamento, sembrano considerare legittimo che un soggetto³⁶¹, denominato promotore, possa scegliere di richiedere³⁶² a un numero minimo di azionisti, superiore a duecento, la loro adesione³⁶³ a determinate indicazioni di voto proposte dal medesimo, ovvero possa esprimere nella richiesta della procura di voto raccomandazioni, dichiarazioni o altre indicazioni idonee a influenzare il voto, conseguendo, nell'uno e nell'altro caso, il medesimo risultato: la propria affermazione in seno all'assemblea con una posizione assolutamente rilevante, e probabilmente determinante per decretare l'adozione di una specifica delibera, esprimendo così il suo concreto interesse alla scelte societarie. La legittimità dell'attribuzione delle deleghe di voto nell'interesse del delegato è strettamente correlata all'obbligo³⁶⁴ in capo a quest'ultimo di fornire al rappresentato un'analitica informazione sulla posizione che si intende tenere relativamente ai temi posti dall'ordine del giorno³⁶⁵.

³⁶¹ Le considerazioni che si svolgeranno intorno al soggetto promotore traggono spunto, stante il presupposto di identità di ruolo e funzione di promotore e committente, dalle riflessioni condotte su quest'ultimo dalla letteratura giuridica formata sul TUF, v. PELLEGRINO, cit., 57.

³⁶² Giova ricordare che è rimessa al promotore la scelta di condizionare la raccolta delle deleghe alla adesione alle proprie proposte di voto (c.d. *one way proxy*) ovvero di raccogliere anche le deleghe non adesive alle stesse (c.d. *two way proxy*) dandone informazione nel prospetto e nel modulo di delega.

³⁶³ Manifestata, appunto, con il rilascio della delega al promotore.

³⁶⁴ Sul punto v. BUTTARO, cit., 499. Nel senso del testo v. anche ASCARELLI, cit., 551; ID., *Relazione sulla riforma delle società per azioni della Commissione istituita presso il Ministero dell'Industria e del Commercio* (1961), in Atti del convegno su problemi e prospettive della riforma delle società commerciali, Milano, Giuffrè, 1966, 161.

³⁶⁵ Per il vero, in ottica comparatistica, anche nell'ordinamento americano le modalità con le quali è disciplinata l'attività di sollecitazione sono volte a garantire, attraverso l'obbligo di adempiere a specifici e dettagliati doveri informativi, la trasparenza della richiesta di conferimento delle deleghe al fine di rendere chiaro ed esplicito l'effettivo scopo che si intende realizzare con la stessa, e in tal senso, una parte della dottrina ha osservato che «il protagonista di questa disciplina è colui che sollecita il conferimento delle deleghe di voto», PERNA, cit., 542.

Per quanto concerne specificamente la possibilità di procedere ad una sollecitazione dove non sia puntualmente espresso l'orientamento di voto del proponente, vale a dire l'ipotesi in cui la richiesta sia solo "accompagnata da raccomandazioni, dichiarazioni o altre indicazioni idonee a influenzare il voto", questa segna un ampliamento della nozione di sollecitazione. Tuttavia, tali espressioni potrebbero ingenerare distonie tra le concrete intenzioni dei deleganti e il comportamento dei delegati, con il pericolo di eventuali abusi a danno dei primi.

In particolare, muovendo dall'esperienza americana, si può provare a riflettere, sulla possibilità, soprattutto sotto il profilo di "lancio di una sollecitazione concorrente", se, in situazioni ragionevolmente dirette alla concessione³⁶⁶, la richiesta di deleghe di voto accompagnata dall'indicazione di rifiutare o revocare una procura di voto integri "una raccomandazione, una dichiarazione o un'indicazione" funzionale a determinare una specifica scelta di voto. Premesso che il promotore, al fine di consentire un rilascio consapevole della delega di voto da parte dell'azionista oblatore, è tenuto a chiarire le motivazioni sottostanti l'indicazione di una determinata proposta di voto rispetto ad una proposta di deliberazione, allo stesso modo, la mera richiesta di un rifiuto al rilascio della delega o di una revoca della stessa, potranno essere ricondotte alla figura della sollecitazione tratteggiata dal d.lgs. 27/2010 solo nel caso dell'esposizione agli azionisti dei motivi che la sorreggono.

Nonostante il legislatore abbia positivizzato un modello di sollecitazione dove sembrano assumere grande rilievo gli orientamenti di voto del promotore, a seguito delle modifiche apportate alle norme del R.E. in tema di sollecitazione, quest'ultimo potrà scegliere di raccogliere anche le deleghe non adesive alle proprie proposte di voto, *two way proxy*, dandone informazione nel prospetto e nel modulo di delega. In questo caso, la figura del promotore finirà con l'acquisire una nuova dimensione,

³⁶⁶ SEC, 14a, rubricato "*Proxies*". E' appena il caso di segnalare che nell'esperienza americana il termine *proxy* non indica semplicemente la nostra delega ad esercitare il diritto di voto, ma ricomprende pure il rilascio di un consenso scritto da parte dell'azionista rispetto ad un'iniziativa di competenza dell'assemblea, nonché un'autorizzazione che si renda necessaria per esercitare una qualunque facoltà degli azionisti, come ad esempio, la richiesta di ispezionare il libro dei soci, che le leggi statali subordinano, tra l'altro, al possesso di un quantitativo minimo di azioni.

e cioè quella di *nuncius* delle indicazioni di voto (divergenti) dell'azionista, e ciò sembrerebbe concretizzare l'ipotesi di «un voto per corrispondenza per il quale non vi è bisogno della previsione statutaria»³⁶⁷.

Da quanto fin qui osservato si evince che la procura di voto, nell'ipotesi di sollecitazione, ha come contenuto minimo la condivisione anche parziale dell'azionista delegante delle indicazioni di voto del promotore, e come contenuto potenziale e comunque in via subalterna le indicazioni di voto fissate dal delegante medesimo sugli altri temi non costituenti oggetto della sollecitazione³⁶⁸, nonché, nell'ipotesi della modalità *two way proxy*, le istruzioni di voto contrarie a quelle fissate dal promotore.

Nella stessa prospettiva emerge che: se è vero che attraverso la sollecitazione, specificatamente con la raccolta di deleghe ad esso favorevoli, il promotore può realizzare un proprio scopo, tuttavia, il perseguimento dello stesso, in via mediata, attraverso la possibilità concessa agli azionisti-deleganti di esprimere il proprio voto anche sulla materie all'ordine del giorno ma non oggetto di sollecitazione, nonché la possibilità di manifestare voto contrario a quello del promotore, realizza anche un obiettivo ulteriore e diverso dal primo, vale a dire favorire la partecipazione del piccolo azionista, generalmente affetto da apatia razionale, alla formazione della volontà assembleare³⁶⁹.

Un tessuto normativo siffatto, in ultima istanza, è funzionale a rafforzare la posizione del piccolo azionista. In sintesi, l'azionista aderendo ad una sollecitazione non subisce la sterilizzazione del proprio diritto di voto né per le materie all'ordine del giorno non oggetto della medesima, né per quelle indicate dal modulo di delega ma per le quali intenda esprimere il voto in senso contrario a quello indicato, tuttavia potrà esercitare il medesimo solo attraverso la delega stessa e non personalmente.

³⁶⁷ Così PRESTI, cit., 47 ss.

³⁶⁸ Con riferimento al contenuto della delega, anche se espresso prima della riforma, v. LENER-TUCCI, cit., 1294.

³⁶⁹ Per lo spunto nel testo v. LENER-TUCCI, cit., 1293.

Tornando alla richiesta delle deleghe di voto da parte del promotore, nel rispetto delle regole di trasparenza e di correttezza fissate dal legislatore e dalla CONSOB, questo è tenuto all'adempimento di determinati obblighi, vale a dire: fornire agli azionisti oblati informazioni puntuali sulle materie all'ordine del giorno, sulle proposte di deliberazione per le quali si intende svolgere la sollecitazione³⁷⁰ e sui motivi sottostanti la richiesta di conferimento delle deleghe. Inoltre, il promotore nel modulo per la sollecitazione delle deleghe deve indicare analiticamente le ragioni per le quali si propone l'esercizio del voto nel modo indicato nel prospetto e nel modulo di delega e deve indicare anche gli eventuali programmi sull'emittente connessi alla sollecitazione³⁷¹, consentendo agli azionisti di poter valutare attentamente i motivi che hanno indotto lo stesso ad indicare quelle scelte di voto. A differenza delle deleghe spontanee, in cui rileva la libertà di scelta dell'azionista, che può impartire istruzioni di voto al delegante, la sollecitazione si può caratterizzare (come già illustrato), se la forma prescelta è la c.d. *one way proxy*, per l'iniziativa assunta da un soggetto che propone agli azionisti il conferimento di deleghe in proprio favore – sulla base di specifiche determinazioni di voto- e ciò richiede la garanzia della “serietà dell'iniziativa”³⁷².

Nella prospettiva che la sollecitazione delle deleghe di voto possa consentire ai piccoli azionisti di prendere parte alla formazione delle volontà sociali, ovvero agli investitori istituzionali di esprimere il loro concreto interesse alle scelte societarie, la disciplina della procedura di raccolta delle deleghe di voto finisce per assumere un ruolo di rilievo per la rivitalizzazione dell'assemblea sociale come strumento di

³⁷⁰ Vedi art. 136 Regolamento CONSOB n. 11971 di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernente la disciplina degli emittenti - (Testo integrato e aggiornato ad aprile 2011), www.consob.it.

³⁷¹ Così modulo per la sollecitazione delle deleghe previsto dall'All. 5 R.E. CONSOB, cit.

³⁷² Sul punto giova ricordare che le norme in tema di deleghe di voto sono state spesso accompagnate da molte perplessità, stante la possibilità di questo istituto di produrre «concentrazioni di potere del tutto temporanee ed irresponsabili [...] le regole di trasparenza e di correttezza [...] dovrebbero essere in grado di evitare questi pericoli e di fare delle deleghe di voto uno strumento capace di rafforzare il ruolo di minoranza organizzate nell'ambito delle assemblee delle società», COSTI, *Il governo delle società quotate: tra ordinamento dei mercati e diritto delle società*, in *Dir. comm. int.*, 1998, 80.

corporate governance: il promotore, conseguentemente alla sollecitazione, rastrella una quantità di deleghe (e quindi di voti) probabilmente significativa, ed è in grado di orientare e/o determinare le decisioni dell'assemblea e quindi anche di osteggiare concretamente ed efficacemente le proposte della compagine societaria di controllo. In tal senso, la riunione assembleare "si spoglia" del ruolo, assolutamente riduttivo, di luogo deputato alla ratifica di decisioni prese altrove dal gruppo di controllo, e riconquista il centro della scena come momento di espressione e/o confronto delle dissonanti, a volte anche contrastanti, posizioni degli azionisti, più interessati alle vicende sociali. Da ultimo, nel caso che una società quotata manchi di uno stabile assetto di controllo, la masse delle deleghe raccolte dai piccoli azionisti può avere un effetto dirompente sulla contesa del controllo societario, diventando uno strumento di acquisizione non consensuale del controllo³⁷³.

Per quanto concerne il potere degli azionisti di indicare nel modulo di delega il proprio voto per le materie iscritte all'ordine del giorno per le quali il promotore non abbia richiesto il conferimento della delega, e conseguentemente l'obbligo in capo al promotore di votare sui medesimi nella direzione indicata dal delegante, va chiarito che tale obbligo sussiste solo nel caso che la delega venga effettivamente conferita, e cioè il medesimo è subordinato all'adesione da parte del socio a tutte o ad alcune proposte di voto effettuate dal promotore, l'art. 138 R.E. fissa la regola secondo la quale "*il soggetto a cui spetta il diritto di voto che abbia conferito la delega, anche parziale, può esprimere con lo stesso modulo di delega il proprio voto [...]*".

La possibilità di conferire la c.d. delega parziale, e cioè solo per alcune proposte di voto indicate nel modulo, è contemplata dall'art. 142 TUF, 2° comma,

³⁷³ Il ricorso alla sollecitazione di deleghe di piccoli azionisti come meccanismo di scalata societaria costituisce un elemento tipico dell'esperienza statunitense, nella quale si è sviluppato con maggiore intensità rispetto a tutti gli altri mercati il fenomeno dei *proxy fights* (o *proxy contests*), le contrapposte sollecitazioni delle deleghe di voto dei piccoli azionisti per l'acquisizione del controllo dell'assemblea, v. Perna, (nt), ...

con l'ulteriore precisazione che le azioni per le quali è conferita la medesima sono computate ai fini della regolare costituzione dell'assemblea³⁷⁴.

Sulla premessa che l'art. 142 impone al promotore l'obbligo di accettare le deleghe così tipizzate, occorre domandarsi se il promotore possa, ed eventualmente entro quali limiti, esercitare il diritto di voto (con riferimento alle azioni per le quali gli è stata conferita la delega) anche relativamente agli argomenti all'ordine del giorno per i quali non ha ricevuto istruzione di voto. Dal combinato disposto dagli artt. 142² TUF e 138 R.E. si evince che le azioni per le quali è stata conferita la delega parziale sono computate ai fini del *quorum* costitutivo ma non sono computate ai fini del calcolo della maggioranza e della quota di capitale richiesta per l'approvazione delle delibere, il che mi sembra che per quanto concerne l'azionista conferente la delega solo su alcuni argomenti all'ordine del giorno determini il venir meno della legittimazione a votare in via autonoma sui restanti argomenti; per quanto riguarda il delegato sono propensa a ritenere che sorga in capo allo stesso l'obbligo di astenersi dal manifestare il voto³⁷⁵. In tal modo mi sembra che si realizzi un efficiente bilanciamento tra due interessi: quello del promotore ad esercitare i voti per delega aderenti alle sue proposte di voto; quello rappresentato dal rispetto della volontà del delegante che non ha aderito ad alcune circoscritte indicazioni di voto.

4.5. Gli obblighi del promotore della sollecitazione. Il legislatore ha circoscritto con una serie di tutele³⁷⁶ la possibilità per il promotore di procedere alla sollecitazione delle deleghe per il raggiungimento di un proprio scopo. Le stesse

³⁷⁴ Per un'analisi approfondita, prima della riforma di questa norma, v. LENER-TUCCI, cit., 1292.

³⁷⁵ Orientano in tal senso le riflessioni, *ex pluribus*, di CANEPARI, cit., 1436; SACCHI, cit., 284 e 289.

³⁷⁶ Con riferimento al caso specifico in cui il promotore si rivolga a soggetti terzi (i c.d. *proxy agent*) per la raccolta delle deleghe di voto ed in special modo per ottenere dagli intermediari la mappa degli azionisti, l'ABI ha suggerito di estendere gli obblighi di comportamento previsti dall'art. 137 R.E. per il promotore anche ai quei soggetti che il «promotore intende coinvolgere a supporto della propria attività di raccolta delle deleghe», v. «Regolamento Emittenti, Sollecitazione di Deleghe di voto (art. 136 del R.E.)», Esiti della consultazione, 31 marzo 2011, Tabella di sintesi della principali osservazioni», www.consob.it.

sono funzionali a consentire agli azionisti di procedere, sulla base delle informazioni fornite e attinenti direttamente all'esercizio del voto³⁷⁷, ad un rilascio consapevole delle procure di voto³⁷⁸.

E' appena il caso di segnalare che il sistema di tutela apprestato dalla riforma non introduce strumenti nuovi e diversi rispetto a quelli che già tutelavano gli azionisti risparmiatori, operante la figura del committente, semplicemente potenzia e amplia gli stessi. In altri termini, viene ripensata la serie di correttivi, prevista in origine dal TUF, e funzionale a regolare la c.d. fase pre-assembleare della formazione delle delibere e quindi volta a disciplinare la partecipazione "in via mediata" e "organizzata" dei soci medio-piccoli alla realizzazione della vita sociale. A tal proposito viene previsto uno specifico plesso normativo che si concretizza nel richiedere da parte del promotore il rispetto di una serie di obblighi, che si possono ricondurre a due macro-categorie: doveri di pubblicità e doveri di informazione.

Per quanto concerne la prima macro-categoria, chiunque intenda procedere alla richiesta del conferimento di procure di voto deve trasmettere un avviso alla società emittente (che lo pubblica senza indugio sul proprio sito internet³⁷⁹), alla

³⁷⁷ Su questo aspetto, vigente il TUF del 1998, una parte della letteratura giuridica costruiva la tesi secondo la quale la vera funzione della sollecitazione non fosse quella di fornire agli azionisti una modalità di partecipazione alla vita sociale, bensì fosse quella di configurare uno «strumento di gestione della società», stante il fatto che il rilascio della procura di voto comportava la sola «espressione del voto in conformità alle proposte del committente», CARDARELLI, cit., 911. Sulla scorta della possibilità che il promotore scelga per la richiesta del conferimento delle deleghe la modalità c.d. *two way proxy* mi sembra che la sollecitazione abbia riacquisito pienamente la qualità di strumento volto ad agevolare la partecipazione alle vicende societarie.

³⁷⁸ In particolare, la dottrina pre-riforma aveva osservato come il legislatore del TUF si fosse preoccupato di evitare il fenomeno delle c.d. deleghe rilasciate al "buio", vale a dire approfittando dell'apatia razionale che caratterizza generalmente il comportamento dei piccoli azionisti, v. Pellegrino, (nt.) 60.

³⁷⁹ Prima del d.lgs. 27/2007, l'art. 136 Regolamento Emittenti recitava: "*Il committente o l'intermediario che intende promuovere una sollecitazione di deleghe di voto pubblica un avviso su un quotidiano a diffusione nazionale*". Nel nuovo testo, si coglie l'intenzione della Direttiva di "mettere al servizio" dei soci che intendano esercitare i loro diritti gli strumenti forniti dalla sempre maggiore informatizzazione della società contemporanea.

Consob, alla società di gestione³⁸⁰ del mercato ed alla società di gestione accentrata delle azioni, nel quale indica i contenuti della stessa³⁸¹. Sul dovere di pubblicità, in dottrina, si è osservato come lo stesso sia volto, non solo a garantire una concreta conoscenza e circolazione della richiesta fra il pubblico dei risparmiatori/investitori³⁸², ma anche a consentire “il lancio” di una sollecitazione concorrente³⁸³, potendo così provocare una sorta di gara extrassembleare per l’aggiudicazione del maggior numero di procure di voto³⁸⁴.

Sotto il profilo dei doveri di pubblicità, il promotore deve indicare le specifiche decisioni di voto rispetto alle proposte da deliberare per le quali si procede alla sollecitazione e la *ratio* sottostante la propria indicazione di voto ovvero deve accompagnare la richiesta da raccomandazioni, dichiarazioni o altre indicazioni che siano idonee a influenzare il voto. Tanto premesso, e venendo a ricostruire, a questi fini, il sistema delineato in tema di obblighi del promotore, ne deriva che la discussione, sulle scelte di voto intorno all’approvazione o meno di una determinata proposta di delibera, si realizza, almeno per una parte degli azionisti, prima e al di fuori della sede assembleare³⁸⁵.

4.5.1. I soggetti che possono assumere il ruolo di promotore. Per approfondire l’indagine intorno alla figura del promotore occorre domandarsi quali soggetti

³⁸⁰ La quale informa, senza indugio, gli intermediari della disponibilità del prospetto e del modulo di delega.

³⁸¹ V. art. 136 Regolamento Emittenti, www.consob.it.

³⁸² L’esercizio del diritto di voto, nell’ipotesi tipica delle società quotate, comporta la necessità di un continuo monitoraggio della gestione sociale, e ciò rende l’esercizio dello stesso oneroso, di conseguenza il piccolo azionista, rilasciando la delega di voto, sulla base delle informazioni fornite dal promotore, si trova nella condizione di esprimere il proprio voto, quindi di prendere parte alla formazione della volontà assembleare, “azzerandone completamente il costo”.

³⁸³ Per questa intuizione v. GHEZZI, cit., 1266.

³⁸⁴ Sul punto si esprimeva in termini di «competizione che conferisce al rilascio delle procure il significato di una scelta», ASCARELLI, cit., 884.

³⁸⁵ Per considerazioni analoghe, anche se prima dell’introduzione del d.lgs. 27/2010, v. CARDARELLI, cit., 912.

possano assumere il ruolo di promotore e di conseguenza se si possano individuare dei destinatari privilegiati dalla regolazione relativa alla sollecitazione.

Per rispondere a questo interrogativo, giova a mio avviso prendere le mosse dal rilievo che, a seguito del d.lgs. 27/2010, sono stati soppressi i divieti soggettivi alla richiesta di conferimento delle deleghe di voto³⁸⁶, nonché il presupposto del possesso di una partecipazione azionaria che consentisse, nell'assemblea per la quale si richiedevano le deleghe di voto, l'esercizio del diritto di voto in misura almeno pari all'1% del capitale sociale .

Sulla scorta dell'eliminazione dei vincoli soggettivi, come aveva già sostenuto una parte della dottrina, anche i membri degli organi amministrativi o di controllo o i dipendenti della società possono procedere all'avvio di una sollecitazione di deleghe di voto³⁸⁷. Le osservazioni condotte fino a questo momento consentono di qualificare la sollecitazione come uno strumento che, da un lato, potrebbe consentire ad un gruppo di azionisti organizzati ma non di controllo, di realizzare un maggiore attivismo all'interno della compagine sociale, e in via mediata di svolgere un doppio ruolo: orientare il voto dell'azionariato diffuso e non organizzato, ed essere concretamente incisivi sotto il profilo della contendibilità del controllo; dall'altro lato, con riferimento agli amministratori, la richiesta del conferimento delle procure di voto può diventare un'arma bianca per bloccare eventuali proposte di voto sollecitate da altri soggetti e ad essi sgradite³⁸⁸. Tuttavia, sotto quest'ultimo profilo, la

³⁸⁶ Con riferimento alla questione che qui interessa, è appena il caso di ricordare che prima della riforma il conferimento era caratterizzato da limiti soggettivi. In tal senso, ex art. 139 v.t., il committente doveva possedere azioni pari all'uno per cento del capitale e doveva essere iscritto nel libro soci. La dottrina riteneva che «solo il soggetto, che già eserciti il voto nella società iure proprio, sia cioè, legittimato in via primaria in virtù di un potere che gli compete *ex lege*, in quanto portatore di un interesse personale posto all'interno dell'organizzazione societaria, può chiedere l'attribuzione delle deleghe [...] il possesso pre-assembleare dovrà riguardare azioni con caratteristiche giuridiche identiche a quelle delle azioni a cui è diretta la sollecitazione», PELLEGRINO, cit., 62.

³⁸⁷ E' appena il caso di ricordare che, come già illustrato, prima delle novità introdotte dal d.lgs. 27/2010 i soggetti indicati nel testo potevano procedere alla richiesta di conferimento delle deleghe solo quando fossero stati anche azionisti della società.

³⁸⁸ In ottica comparatistica, per un'analisi critica intorno al sistema americano, che si può considerare il modello di riferimento in tema di deleghe di voto a favore degli amministratori, sotto il profilo della mancanza di limiti circa le istruzioni di voto come causa di un sostanziale ampliamento e

scelta di riconoscere anche in capo agli amministratori (o ad un terzo estraneo) il potere di promuovere la sollecitazione non sembrerebbe congrua con l'obiettivo di agevolare ed incoraggiare la democrazia societaria, dal momento che la richiesta del conferimento delle deleghe da parte degli amministratori sembrerebbe non rafforzare bensì indebolire se non addirittura vanificare la funzione dell'assemblea.

Sulla base della soppressione del presupposto della partecipazione azionaria, la sollecitazione si può considerare uno strumento funzionale a fare acquisire ad un soggetto, che non sia anche azionista, il potere di partecipare alla formazione della volontà sociale. Ma questo vuol dire che la figura del promotore, potendo attraverso la sollecitazione raccogliere una quantità di deleghe tali da poter esercitare una posizione di controllo all'interno della società, ha la forza di alterare la struttura organizzativa tipica della società medesima, vale a dire si profila il pericolo che all'interno della compagine sociale si determini una piena dissociazione tra potere di controllo e rischio³⁸⁹ economico.

Peraltro, va puntualizzato che l'abrogazione dell'art. 139 TUF consente anche all'emittente di ricoprire il ruolo di promotore della sollecitazione³⁹⁰, ma una siffatta richiesta di conferimento delle deleghe presenta profili di particolare delicatezza a

rafforzamento del potere del management, neutralizzando, al contempo, quello della componente azionaria v. BOLODEOKU, *A critique of the Theories Underpinning Proxy Solicitation by the Board of Directors*, dove, pur prendendo in considerazione anche le opinioni favorevoli al rilascio delle deleghe agli amministratori, sulla premessa che il sistema di raccolta delle deleghe è un momento cruciale della *corporate governance* ed è perciò essenziale tutelare il voto degli azionisti evitando il prodursi di pratiche abusive da parte del management, si osserva che: la facoltà riconosciuta a gli amministratori di raccogliere le procure di voto ha contribuito ad alterare i rapporti di potere tra questi e gli azionisti, indebolendo la responsabilizzazione degli amministratori per la gestione della società. In particolar modo, la raccolta e l'esercizio delle deleghe di voto ha prodotto un aumento dei costi di agenzia: per gli azionisti è diventato più oneroso, nonché più complicato, monitorare il *management*; www.ssrn.com.

³⁸⁹ Quello della dissociazione tra potere di controllo e rischio economico sembra un po' essere il *leit motiv* dei commenti al contenuto delle norme introdotto con il d.lgs. 27/2010, anche l'introduzione della data di registrazione come sistema di legittimazione all'intervento e all'esercizio del diritto di voto pone, come abbiamo già avuto modo di illustrare, la medesima criticità.

³⁹⁰ Il ruolo di promotore svolto dall'emittente potrebbe favorire forme di comunicazione diretta con gli azionisti, rafforzando la possibilità di partecipare alle vicende societarie attraverso la raccolta delle deleghe di voto, v. "Regolamento Emittenti, Sollecitazione di Deleghe di voto (art. 136 del R.E.), Esiti della consultazione, 31 marzo 2011, Tabella di sintesi della principali osservazioni", www.consob.it.

causa del pericolo di possibili abusi: si potrebbe verificare il caso di sollecitazioni promosse dallo stesso emittente e, quindi, da tutti gli azionisti, nell'esclusivo interesse dei soci di controllo o di altre parti correlate quali, ad esempio, i dirigenti con responsabilità strategiche. In questa prospettiva, va apprezzata la decisione della CONSOB di introdurre nel R.E. alcune specifiche regole di correttezza per la sollecitazione delle deleghe promossa dalla emittente. In particolare, non è stata prevista la possibilità, riconosciuta con riferimento al promotore diverso dall'emittente e al rappresentante designato che non sia in conflitto di interessi, di autorizzare il delegato a votare in modo difforme rispetto alle indicazioni fornite nel caso di fatti nuovi o rilevanti ovvero di modifica o integrazione delle proposte sottoposta all'assemblea.

Inoltre, nel caso in cui l'emittente decidesse di avviare una sollecitazione, i relativi costi saranno condivisi da tutti gli azionisti, pure, in ipotesi, dal singolo azionista che avesse promosso una sollecitazione concorrente. Sotto questo profilo, si potrebbe configurare una disparità di trattamento tra il promotore azionista e quello emittente, salvo la possibilità che l'emittente sia tenuto a indicare in modo precipuo nel prospetto il proprio interesse all'avvio della sollecitazione. In questa prospettiva, si lascia apprezzare il fatto che il promotore sia tenuto ad una analitica indicazione delle ragioni per le quali propone l'esercizio del voto nel modo indicato nel prospetto e nel modulo di delega, *“nonché l'indicazione dei programmi sull'emittente connessi alla sollecitazione”*³⁹¹.

4.5.2 L'avvio della sollecitazione ad opera del promotore: il prospetto e il modulo di delega. La soppressione dei limiti soggettivi e il conferimento di deleghe di voto senza alcuna restrizione di carattere quantitativo sono però dal legislatore ancorate al dovere di fornire agli azionisti un'informazione puntuale che sia in grado di garantire un'ampia trasparenza sulle motivazioni della richiesta del conferimento

³⁹¹ Nello stesso senso v. “Regolamento Emittenti, Sollecitazione di Deleghe di voto (art. 136 del R.E.), Esiti della consultazione, 31 marzo 2011, Tabella di sintesi della principali osservazioni”, www.consob.it.

delle deleghe stesse. In tal senso, l' art. 138 TUF³⁹² recita che la sollecitazione deve essere effettuata attraverso la diffusione di un prospetto e di un modulo di delega a cui si aggiunge, ex art. 136 Regolamento Emittenti, un avviso da pubblicare sul sito internet della società emittente. La normativa regolamentare detta in modo tassativo il contenuto dei suddetti documenti, e cioè negli stessi devono essere indicati: i dati identificativi del promotore e della società emittente le azioni per le quali viene richiesto il conferimento delle deleghe, la data di convocazione dell'assemblea e l'elenco delle materie all'ordine del giorno, le proposte di deliberazione per le quali si intende svolgere la sollecitazione. Inoltre, ex art 143 TUF, le informazioni contenute tanto nel prospetto che nel modulo di delega, nonché quelle eventualmente diffuse nel corso della sollecitazione devono essere idonee a permettere all'azionista di assumere una decisione *re cognita*; dell'idoneità ne risponde il promotore³⁹³, allo stesso modo ricade sul medesimo la responsabilità per la completezza delle informazioni diffuse.

Nel contesto legislativo attuale³⁹⁴, il promotore attraverso la diffusione del prospetto e del modulo di delega, pubblicati mediante la contestuale trasmissione alla società emittente, alla CONSOB, alla società di gestione del mercato e alla società di gestione accentrata nonché messi a disposizione senza indugio sul sito internet indicato dal promotore³⁹⁵, soddisfa al proprio dovere di nei confronti degli azionisti, cosicché quest'ultimi possano procedere in modo consapevole al rilascio delle deleghe.

³⁹² Anche vecchio stile.

³⁹³ Questo articolo è stato interessato solo marginalmente dalla riforma, prima di quest'ultima dell'idoneità rispondeva il committente.

³⁹⁴ Vigente la vecchia disciplina, prima di procedere alla diffusione del prospetto e del modulo di delega, i due documenti dovevano essere trasmessi alla CONSOB che, entro cinque giorni lavorativi, poteva richiedere informazioni integrative e stabilire particolari modalità di diffusione. Per un'attenta ricostruzione della disciplina e del dibattito dottrinario intorno al ruolo dell'intermediario nella sollecitazione v. PELLEGRINO, cit., 84.

³⁹⁵ Una volta ottenuto il consenso, si può utilizzare anche il sito internet dell'emittente. Inoltre, la società di gestione accentrata informa, senza indugio, gli intermediari della disponibilità del prospetto e del modulo di delega.

In tal senso, l'art. 143³⁹⁶ TUF contempla espressamente l'obiettivo alla cui realizzazione sono funzionali le informazioni inserite nel prospetto e nel modulo, o comunque diffuse durante il procedimento di sollecitazione, e cioè l'idoneità delle stesse a consentire all'azionista di assumere una decisione consapevole, e dispone che di tale capacità è responsabile il promotore³⁹⁷, allo stesso modo quest'ultimo è responsabile per la completezza delle informazioni diffuse nel corso della sollecitazione. In definitiva, pesa sul capo del promotore non solo l'obbligo di inserire nel prospetto o nel modulo di delega informazioni idonee, ma anche un obbligo ulteriore che concerne la completezza della stessa³⁹⁸.

Per poter valutare compiutamente il contenuto di questa norma, si ritiene opportuno, in primo luogo, puntualizzare il significato della locuzione "idoneità delle informazioni fornite", e in secondo luogo cercare di circoscrivere l'ambito della responsabilità posta a carico del promotore.

In prima approssimazione, va osservato che la dottrina pre-riforma aveva evidenziato come, nei modelli del prospetto e del modulo di delega per la sollecitazione tipizzati dal R.E. (allegati 5B e 5C), era segnatamente precisato che "*il prospetto [doveva] contenere tutte le indicazioni indicate nel presente schema anche nell'ipotesi in cui i dati e le notizie abbiano un contenuto negativo*", da ciò risultava il carattere tassativo del contenuto dei suddetti documenti, e il conseguente obbligo per il committente fornire i dati secondo i precisi schemi o sezioni³⁹⁹ predisposti dal legislatore.

Su questa premessa, la dottrina riteneva che l'obbligo posto a carico del committente, ex art. 143 TUF v.t., di dare un'informazione idonea venisse legittimamente soddisfatto, con riferimento al prospetto e al modulo di delega,

³⁹⁶ Il d.lgs. 27/2010 ha interessato solo marginalmente l'art. 143 TUF.

³⁹⁷ Prima della riforma il soggetto responsabile dell'idoneità delle informazioni era il committente.

³⁹⁸ Prima della riforma l'obbligo di inserire informazioni idonee era posto a carico del committente, mentre l'obbligo che atteneva alla completezza era posto a carico dell'intermediario.

³⁹⁹ PELLEGRINO, cit., 94.

quando gli stessi venivano redatti inserendo i dati informativi nelle apposite sezioni⁴⁰⁰.

Per quanto concerne gli obblighi di comportamento imposti al committente, gli interpreti ritenevano che avessero uno specifico valore con riferimento ai dati informativi da fornire ai membri della compagine sociale, e cioè si era ingenerata l'opinione che un comportamento diligente, declinato sugli aspetti della correttezza e della trasparenza, per essere tale, oltre che diffondere informazioni complete (art. 143, 2° comma, TUF), dovesse diffondere pure notizie «veritiere e di agevole comprensione»⁴⁰¹, nella convinzione che solo una siffatta qualità dei dati informativi potesse permettere all'azionista oblato il rilascio consapevole della procura di voto.

Il legislatore della riforma ha imputato al promotore tanto la responsabilità per l'idoneità delle informazioni quanto quella per la completezza. Per quanto concerne quest'ultima incombe in capo al promotore il medesimo obbligo che riguardava la figura abrogata dell'intermediario⁴⁰², e cioè quello di verificare di aver inserito tutti i dati richiesti dal prospetto. Sotto il profilo della responsabilità per l'idoneità dell'informazione, il promotore è responsabile per la veridicità dei dati forniti⁴⁰³.

⁴⁰⁰ Sul punto v. diffusamente CARDARELLI, cit., 910.

⁴⁰¹ L'efficace sintesi è di PELLEGRINO, cit., 94. Per approfondire la questione, v., ex *aliis*, CARDARELLI, cit., 94.

⁴⁰² Vigente il vecchio regime, sotto il profilo della completezza dell'informazione fornita, si attribuiva all'intermediario il ruolo di "controllore", cioè il medesimo era tenuto a controllare che il committente avesse provveduto ad inserire tutti i dati richiesti dai documenti informativi. Passando, poi, alle informazioni fornite dallo stesso intermediario, l'obbligo di completezza, sul presupposto degli obblighi di comportamento imposti allo stesso, si sostanzia nel dovere di richiedere al committente «ulteriori e più complete notizie al fine di fornire all'azionista interessato un'informazione assolutamente esauriente, chiara e pienamente comprensibile», PELLEGRINO, cit., 96.

⁴⁰³ In dottrina si è ritenuto che la violazione da parte del promotore dell'obbligo di fornire un'informazione idonea e completa, comporti per il medesimo una responsabilità c.d. «da prospetto». Sotto il profilo della qualificazione giuridica di quest'ultima, «diversi argomenti inducono a propendere per la sua natura contrattuale». Per un approfondimento sul punto e per i virgolettati v. C. PASQUARIELLO, *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti, Commentario*, a cura di Guerrieri, in *Nuove leggi civili commentate*, f.n. 4, 769.

Resta da precisare che, nello schema di prospetto informativo da diffondere in occasione della sollecitazione di deleghe, con specifico riferimento alle informazioni relative al promotore, è espressamente indicato che il medesimo è tenuto alla descrizione delle eventuali situazioni di conflitto di interesse previste dall'art. 135-*decies* del Testo Unico, nonché di ogni altra eventuale situazione di conflitto di interesse che il promotore possa avere, direttamente o indirettamente, con l'emittente, specificando l'oggetto e la portata dei predetti interessi⁴⁰⁴.

4.6. *Prime applicazioni del nuovo istituto: il fenomeno del caro-deleghe*". Le modifiche apportate all'istituto della sollecitazione delle deleghe di voto sembrano aver incentivato l'impiego della stessa⁴⁰⁵: dall'entrata in vigore della nuova normativa sono già state effettuate diverse sollecitazioni, anche tra loro concorrenti⁴⁰⁶. Tuttavia, l'utilizzo dell'istituto aveva fatto emergere alcuni problemi applicativi, con particolare riferimento ai costi connessi all'adempimento degli obblighi informativi posti in capo agli intermediari dal comma 4° dell'art. 136 del R.E. secondo cui "*gli ultimi*

⁴⁰⁴ Sui dati relativi al conflitto di interessi da inserire nel prospetto, v., prima della riforma, CARDARELLI, cit., 911.

⁴⁰⁵ Nella prospettiva di una prima applicazione delle norme dettate dal d.lgs. 27/2010, probabilmente anche i siti web e la tecnologia elettronica svolgeranno un maggior ruolo nelle assemblee annuali, anche se il loro effetto nel 2011 sarà limitato a qualche società innovativa. In Europa, i legislatori e gruppi del settore privato si trovano ancora in uno stadio iniziale dell'analisi sulla logistica delle assemblee degli azionisti e sul flusso informativo transfrontaliero. Solamente nel lungo periodo sarà possibile valutare se le nuove regole saranno riuscite ad aumentare l'efficienza, a diminuire i costi ed a potenziare l'esercizio del voto cross-border e non solo.

⁴⁰⁶ V. Sollecitazione di deleghe promossa da Gianfranco D'Atri con riferimento all'assemblea speciale dei portatori di azioni di risparmio Gemina S.P.A., convocata per il 25, 26 e 27 gennaio 2011 (www.gemina.azionisti.org); Sollecitazione di deleghe promossa da "Azione Parmalat- Associazione Azionisti di Parmalat S.p.A." con riferimento all'assemblea dei soci in sede ordinaria della Parmalat S.p.A. convocata per il 12 ed il 14 aprile 2011, nonché in sede straordinaria convocata per il 12, il 13 ed il 14 aprile 2011 (www.azioneparmalat.com). Da ultimo, Kerself, in data 3 giugno 2011, ha comunicato che intende effettuare, in qualità di promotore, una sollecitazione di deleghe di voto, con riferimento all'assemblea straordinaria degli azionisti della società, convocata presso Borsa Italiana, il giorno 15 luglio 2011, in prima convocazione, il giorno 18 luglio 2011, in seconda convocazione, il giorno 19 luglio 2011 in terza convocazione (www.milanofinanza.it); Sopaf, in data 11 aprile 2011, ha comunicato che intende effettuare, in qualità di promotore, tramite il soggetto incaricato Proxyitalia s.r.l. una Sollecitazione di Deleghe di voto con riferimento all'assemblea degli obbligazionisti "Sopaf 2007-2012 convertibile 3, 875%" (www.sopaf.it).

intermediari danno notizia della sollecitazione dei soggetti cui spetta il diritto di voto in tempo utile per la loro eventuale adesione”.

Tali costi – che possono risultare ingenti soprattutto nelle società ad azionariato diffuso e a grande capitalizzazione, se si considera che gli intermediari sono tenuti a dare l’informativa a tutti i soggetti depositanti – gravavano sul promotore ai sensi del comma 9 del medesimo art. 136 R.E.⁴⁰⁷.

Preso atto di questa criticità, La CONSOB ha aperto una consultazione, terminata il 23 marzo.

Nel documento in consultazione⁴⁰⁸ la CONSOB chiariva che:

- si riteneva l’art. 136, comma 1, R.E in grado di garantire «una sollecita ed adeguata pubblicità della sollecitazione delle deleghe di voto, a prescindere dall’obbligo informativo a carico degli intermediari previsto dal comma 4 del medesimo articolo⁴⁰⁹;

- si riteneva che la previsione del 4 comma dell’art. 136 R.E. determinasse «a carico del promotore dei costi tali da dissuadere la promozione delle stesse sollecitazioni». In tal senso, la prassi applicativa aveva evidenziato che i costi che il promotore doveva sopportare per l’adempimento di tali obblighi erano tali da disincentivare la promozione

⁴⁰⁷ Recentemente, ad Azione Parmalat⁴⁰⁷, associazione dei piccoli azionisti della società di Collecchio, alcune banche hanno chiesto 200.000/00 euro per la sollecitazione delle deleghe per la riunione assembleare in calendario dal 12 al 14 aprile (poi slittata per le note vicende legate all’azionista di maggioranza, la francese *Lactalis*.

⁴⁰⁸ Il documento è disponibile su www.consob.it

⁴⁰⁹ Di diverso avviso la posizione DI GEORGESON CORPORATE GOVERNANCE ADVISORY che ritiene il sistema di pubblicità della sollecitazione contemplato dal R.E. inadeguato per l’investitore *retail*, generalmente poco interessato all’assise assembleare. Inoltre, si osserva che «da stessa fruibilità da parte degli investitori esteri (preminentemente istituzionali) delle informazioni, potrebbe essere compromessa considerata la complessità della catena del possesso azionario», “Regolamento Emittenti, Sollecitazione di Deleghe di voto (art. 136 del R.E.), Esiti della consultazione, 31 marzo 2011, Tabella di sintesi della principali osservazioni”, 11, www.consob.it.

delle sollecitazioni di deleghe di voto, e ciò a fronte di benefici per il mercato sostanzialmente irrilevanti in termini di maggiore informazione.

Tanto premesso, la CONSOB con la delibera n. 17730⁴¹⁰ del 31 marzo, ha abrogato il comma 4 dell'art. 136 R.E. che fissava l'obbligatorietà, per gli intermediari che ricevevano l'informazione sulle sollecitazioni di deleghe, di dare *“notizia della sollecitazione ai soggetti cui spetta il diritto di voto in tempo utile per la loro eventuale adesione”*⁴¹¹, chiarendo che continua a sussistere il potere del promotore di «richiedere agli intermediari, nell'ambito di specifici rapporti contrattuali, di comunicare ai depositanti l'avvio della comunicazione.»

Nella stessa prospettiva, la CONSOB ha ritenuto di eliminare dai commi 5 e 6 dell'art. 136 R.E., e cioè gli «ulteriori obblighi previsti in capo agli “ultimi intermediari” i cui costi a carico del promotore [potevano] disincentivare la stessa sollecitazione».

Inoltre, il concreto utilizzo dell'istituto della sollecitazione sembra che abbia creato non poche criticità per le imprese bancarie. In particolare, sembra sia loro imputabile una certa impreparazione sotto il profilo dell'attivazione delle procedure, tra l'altro per: «l'assenza di un canale unico semplificato di comunicazione con la clientela, disponibile in tempi ristretti ed in maniera economica; mancanza di procedure interne adeguate a gestire il flusso informativo verso i titolari di azione; confusione sulle attività da svolgere (comunicazione, partecipazione e/o rilascio biglietto)»⁴¹².

⁴¹⁰ Il testo integrale è reperibile su www.consob.it.

⁴¹¹ Peraltro, è il caso di puntualizzare che il promotore potrà procedere all'identificazione dei titolari del diritto di voto (che abbiano dato il consenso a tali contatti) ricorrendo al comma 7 dell'art. 136 R.E. e, a seguito di siffatta identificazione, valutare «se e in che misura sostenere i costi di un'eventuale informativa individuale ai destinatari della sollecitazione», così il documento in sollecitazione.

⁴¹² D'Atri, v. “Regolamento Emittenti, Sollecitazione di Deleghe di voto (art. 136 del R.E.), Esiti della consultazione, 31 marzo 2011, Tabella di sintesi della principali osservazioni”, 5, www.consob.it.

A seguito di questa mini-riforma, dall'art. 136, 2° comma, lett. d), R.E. è stato espunto, con riferimento alle modalità con le quali il soggetto può richiedere al promotore il prospetto e il modulo di delega, l'inciso "anche per il tramite dell'ultimo intermediario", rimanendo ferma «la facoltà dei promotori di richiedere agli intermediari la diffusione del prospetto e del modulo di sollecitazione nell'ambito di specifici rapporti contrattuali»⁴¹³.

Da ultimo, sembra che nell'uso della sollecitazione siano emersi alcuni problemi in riferimento al rapporto con il promotore per quanto concerne «il recupero dei costi sostenuti dall'intermediario per l'attività di comunicazione dei dati identificativi»⁴¹⁴.

4.7. Postilla: Il "Green Paper" europeo sui temi del governo societario. Il Commissario al Mercato interno ha annunciato nel maggio 2010 la possibilità che la Commissione adotti una proposta di direttiva sulla *corporate governance* delle società quotate.

A tal riguardo, la Commissione Europea, da tempo, presta attenzione a due importanti obiettivi rilevanti per il diritto societario:

i) formulare chiari codici di comportamento e responsabilità per gli investitori istituzionali;

ii) aumentare la trasparenza della proprietà azionaria e delle prassi di voto.

Dopo il crollo finanziario risulta evidente che a più elevati standard di governance e trasparenza societaria devono corrispondere anche degli standard comparabili per gli investitori istituzionali e per i *proxy advisors*.

⁴¹³ CONSOB, "Regolamento Emittenti, Sollecitazione di Deleghe di voto (art. 136 del R.E.), Esiti della consultazione, 31 marzo 2011, Tabella di sintesi della principali osservazioni", 8, www.consob.it.

⁴¹⁴ Il rilievo è di ABI, "Regolamento Emittenti, Sollecitazione di Deleghe di voto (art. 136 del R.E.), Esiti della consultazione, 31 marzo 2011, Tabella di sintesi della principali osservazioni", 15, www.consob.it.

Su queste premesse, La Commissione ha posto, in data 5 aprile 2011, in consultazione un *green paper* sui temi del governo societario nel quale suggerisce misure “draconiane” per potenziare la protezione delle minoranza azionarie. A tal proposito il libro verde si propone di affrontare, quale argomento assolutamente centrale in materia di buon governo societario, la questione dell’attivismo degli azionisti, e cioè «*il quadro in materia di governo societario si basa sul presupposto che gli azionisti si impegnino attivamente nella società e obblighino i dirigenti a rendere conto del loro operato. Tuttavia, la realtà rivela che gli azionisti hanno, in maggioranza, un atteggiamento passivo e che spesso sono interessati solo ai profitti di breve termine. Sembrerebbe quindi opportuno riflettere su come si possa incoraggiare un maggior numero di azionisti a interessarsi a risultati duraturi, a prestazioni a lungo termine e ad assumere un ruolo più attivo in merito alle questioni relative al governo societario*»⁴¹⁵.

Il *green paper* ha individuato una serie di ostacoli che si frappongono alla partecipazione attiva degli azionisti alle vicende sociali, tra i quali, i conflitti di interessi, che spesso caratterizzano il settore finanziario e dai quali consegue il disinteresse degli azionisti alla definizione della volontà sociale in quello specifico settore, ovvero la qualità di “investitore singolo”, soprattutto se articolata in “portafogli diversificati”, dalla quale, in termini di impegno attivo, non derivano costanti risultati positivi. A tal proposito, la Commissione Europea chiarisce di considerare quello della “*cooperazione tra azionisti*” come un possibile strumento per aiutare gli “investitori singoli” ad essere più efficaci. In questa prospettiva, molti dei soggetti consultati durante la predisposizione del *green paper* sembra che abbiano manifestato la necessità di cambiare la disciplina UE vigente in tema di azione concertata, poiché nei suoi contenuti attuali potrebbe limitare un’efficace cooperazione tra gli azionisti, diversamente norme più chiare, e soprattutto uniformi, relativamente a questo tipo di azione potrebbero incoraggiare forme di cooperazione tra gli azionisti.

⁴¹⁵ Il testo integrale del documento è reperibile su www.eu-europa.com

Inoltre, una parte degli investitori interpellati ha lamentato il fatto che l'esercizio *cross-border* del diritto di voto, nonostante la Direttiva 2007/36/CE abbia contribuito a migliorare la situazione, risulta ancora difficoltoso. Se da un lato, va considerato che molti Paesi UE⁴¹⁶ hanno recepito tardivamente la suddetta Direttiva, di conseguenza gli investitori non sono ancora in grado di percepire il concreto impatto della novità introdotte sul punto. , dall'altro, è il caso di puntualizzare che “*nella catena di trasmissione sembra esservi un problema di circolazione effettiva di informazioni pertinenti tra emittente ed azionista, in particolare nelle situazioni transfrontaliere*”, tanto che la Commissione, stando a quanto dichiarato espressamente nel documento in consultazione, si è riproposta di rimuovere questa criticità nell'ambito dei lavori relativi all'armonizzazione della disciplina in materia di strumenti finanziari.

Rimanendo ancora in tema di esercizio del diritto di voto, dal libro verde in consultazione si evince, da parte del legislatore europeo, la consapevolezza del fatto che gli investitori istituzionali in possesso di portafogli ampiamente diversificati si ritrovino a fronteggiare difficoltà pratiche al momento di valutare nel dettaglio come votare sulle proposte all'ordine del giorno delle riunioni assembleari delle società di cui risultano azionisti. Come già illustrato, nella generalità dei casi, per ovviare a questo ostacolo, gli investitori utilizzano i servizi forniti da consulenti, i c.d. *proxy advisor*, in materia di esercizio del voto, rilascio di deleghe di voto (spontanee o su sollecitazione) e valutazione del governo societario. Ciò premesso, se ne deduce una “forte influenza” del *proxy advisor* sugli orientamenti di voto degli investitori istituzionali, e poiché agli stessi si rivolge la quasi totalità degli investitori istituzionali esteri, la stessa è tanto maggiore quanto più alta sarà nel mercato finanziario la presenza di questi ultimi.

La Commissione Europea ha espresso la sua preoccupazione per la suddetta influenza, soprattutto in considerazione della poca trasparenza dei consulenti in merito agli strumenti utilizzati per la preparazione delle consulenze. In particolare,

⁴¹⁶ Tra i quali va annoverata anche l'Italia.

dall'indagine condotta su quest'ultimi, è emerso come spesso i metodi di analisi utilizzati non prendano in considerazione le caratteristiche specifiche della società e/o quelle della legislazione nazionale, né la peculiarità della prassi in materia di governo societario dell'ordinamento in cui la società abbia la sede legale.

Inoltre, a preoccupare la Commissione Europea è anche il fatto che i consulenti, in materia di esercizio del voto, possano essere soggetti a conflitti di interessi, come nel caso, più tipico e più semplice, che siano anche consulenti su questioni di governo societario per la società alla cui assemblea il soggetto che a loro si rivolge, intende prendere parte, ovvero i medesimi abbiano dato indicazioni per definire il contenuto delle proposte avanzate dagli altri azionisti.

Residua un ulteriore motivo di sfiducia verso i consulenti, vale a dire la mancanza di concorrenza che si registra nel settore delle consulenze, in tema di esercizio del voto, può favorire forme consulenze inadeguate rispetto alle esigenze espresse dagli investitori.

Tanto premesso, la Commissione Europea sta valutando la possibilità di introdurre, probabilmente attraverso una Direttiva, norme funzionali ad obbligare ad una maggiore trasparenza i suddetti consulenti, tanto con riferimento ai metodi di analisi utilizzati quanto ai conflitti di interessi e alla politica utilizzata per gestirli, anche attraverso l'introduzione di un codice di condotta.

Bibliografia

ABRIANI-SANTOSUOSSO, *La Direttiva relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate ed il ruolo degli investitori istituzionali nella democrazia azionaria del terzo millennio*, in *RDS*, 2007, f. n. 4, 140.

ABRIANI, *Diritto di informazione e parità di trattamento: il pungolo gentile dell'assemblea mite dopo l'attuazione della Direttiva 2007/36*, www.associazionepreite.it.

ABRIANI, *La Direttiva 2007/36/CE dell'11 luglio 2007: più tutela degli azionisti delle società quotate europee*, in *Riv. dir. impr.*, 2007, 233.

ABI, "Regolamento Emittenti, Sollecitazione di Deleghe di voto (art. 136 del R.E.), Esiti della consultazione, 31 marzo 2011, Tabella di sintesi della principali osservazioni", www.consob.it

ALPA, *L'armonizzazione del diritto comunitario dei mercati finanziari nella prospettiva di tutela dei consumatori*, in *Nuova giur. civ. comm.*, II, 2002, 391.

ABBADESSA, *Deliberazioni senza assemblea nelle società di capitali*, *Riv. dir. comm.*, I, 1968.

ABBADESSA, *Nuove regole in tema di procedimento assembleare e tutela delle minoranze*, in *Riv. soc.*, I, 2002, 174.

ABBADESSA, *Recepimento della Direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti con particolare riguardo al sistema della data di registro*, dattiloscritto su gentile concessione dell'Autore.

ABBADESSA, *Nuove regole di governance nel progetto di legge sulla tutela del risparmio*, in *Dir. Banca e merc. fin.*, 2005, I, 536.

AMBROSINI, *La convocazione dell'assemblea su richiesta della minoranza*, Milano, IPSOA, 2003.

ANGELICI, *La legittimazione dell'azionista nel sistema Monte Titoli*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1988, 249.

ANGELICI, *Note preliminari sulla legittimazione nei titoli azionari*, in *Riv. dir. comm.*, 1983, 18.

ARMOUR-CHEFFINS, *The Rice and Fall (?) of Shareholder Activism by Hedge Funds, 2009, (abstract)*, http://www.ecgi.org/wp/search_title.php?title=hedge+funds&submit3.x=29&submit3.y=7&submit3=Search

ASCARELLI, *Corso di diritto commerciale*, Milano, Giuffrè, 1962.

- ASCARELLI, *Rappresentanza assembleare dell'azionista da parte della stessa società o di una banca*, in *BBTC*, II, 1956.
- ASCARELLI, *Comproprietà delle azioni e artt. 2372 e 2373 cod. civ.*, in *Foro it.*, 1949, c. 517.
- ASCARELLI, *Progetti di legge in tema di società e di intese industriali*, in *Riv. soc.*, 1956.
- ASCARELLI, *Rappresentanza assembleare dell'azionista*, in *Problemi giuridici*, v. II, Milano, Giuffrè, 1959.
- ASCARELLI, *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 29.
- ASCARELLI, *Disciplina delle società per azioni e legge antimonopolistica*, in *Problemi Giuridici*, v. II, Milano Giuffrè, 901 ss.
- ASCARELLI, *Considerazioni in tema di società e personalità giuridica*, in *Saggi di Diritto Commerciale*, Milano, 1955, 216 ss.
- ASCARELLI, *Interesse sociale e interesse comune nel voto*, in *Riv. tr. dir. pr. civ.*, 1951, 152
- ASSONIME (circolare 37/1994), *Privatizzazione ed esercizio del diritto di voto per corrispondenza*, in *Riv. soc.*, I, 1995.
- ASSONIME, *Circolare n 11/2010*, in *Riv. soc.*, 2010, I, 554.
- ASSONIME, *Osservazioni al documento del Ministero dell'Economia, Dipartimento del Tesoro, per l'attuazione della Direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, www.dt.tesoro.it.
- ATLANTE-STELLA RICHTER, *Il recepimento in Italia della direttiva sui diritti degli azionisti e le modificazioni statutarie conseguenti*, Studio n. 62-2010, www.consiglionazionaleledelnotariato.it.
- AULETTA, *L'ordinamento delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1961, 361.
- BALP, *L'accresciuto interesse degli investitori privati tedeschi per l'investimento in azioni*, in *Riv. soc.*, 1998.
- BALP, *Le società azionarie in Germania alla fine del 2000*, in *Riv. soc.*, 2001.
- BALP, *Recepimento in Germania delle direttive 2007/36/CE e 2006/68/CE*, *Riv. soc.*, 2009, I.
- BANCA D'ITALIA, *Provvedimento unico in materia di servizi Post-Trading, da ultimo modificato, in data, 24 dicembre 2010, per adattarne i contenuti adattarne i contenuti alle previsioni della Direttiva Shareholders' Rights*, www.bancaditalia.it.
- BARBIERA, *Diritti individuali amministrativi degli azionisti*, in Aa. VV., *I grandi problemi della società per azioni nelle legislazioni vigenti*, Rotondi (a cura), Padova, CEDAM, 1976, vol. V, parte II.
- BAUMS, *Shareholder Representation and Proxy Voting in the European Union: a comparative study*, in Aa. Vv., a cura di K. Hopt – H. Kanda – H. Roe – M.I. Wymbersch – S. Prigge, Oxford, 1998, www.ssrn.com.
- BEBCHUK-KAHAN, *A framework for analyzing legal policy towards proxy contests*, in *California Law Review*, Vol. 78, 1990.

- BENVENUTO, *La struttura dei poteri nel governo della società*, in *Riv. soc.*, I, 1997, 1163.
- BERLE– MEANS, *The Modern Corporation and Property*, New York, 1932, trad. Italiana, *Società per azioni e proprietà private*, Torino, Einaudi, 1966.
- BIANCA C.M., *La rappresentazione dell'azionista nelle società a capitale diffuso*, Milano, Giuffrè, 2002.
- BIANCA C.M., *Luci ed ombre nella disciplina della rappresentanza assembleare*, in *Società*, II, 2004, 1203.
- BIANCHI-ENRIQUES, *Corporate Governance in Italy after the 1998 reform: what role for institutional investors?*, Consob-Quaderni di Finanza n. 43, 2001.
- BONOTTO, *Sub art. 2372*, in *Commentario alla riforma delle società, Assemblea*, a cura di Marchetti ed altri, Milano, Egea, 2008, II, 65
- BOTTAZZI, *La diffusione dell'azionariato in Italia: limiti delle attuali conoscenze*, in *Riv. soc.*, 1974, 1109.
- BRIOLINI, *Partecipazione al sistema di gestione accentrata, comunicazione dell'intermediario, intervento e voto in assemblea. Note sul nuovo art. 2370 c.c.*, in *BBTC*, I, 2005, 43.
- BUONOCORE, *Identificazione dei partecipanti, deleghe in bianco e rappresentanza dei soci da parte di banche nelle assemblee di società per azione*, in *Giur. merito*, I, 1970, 199.
- BUSANI, *Il rappresentante designato per il conferimento delle deleghe di voto*, in *Società*, 2011, f. 3, 307.
- BUSANI, *Assemblee 2011: passivity rule, parti correlate e Dshr*, in *Società* 2011, f. 1, 65.
- BUSANI, *Più partecipazione all'assemblea delle società*, in *Società*, 2010, f. 4, 401.
- BUSANI, *Le modifiche statutarie conseguenti alla legge sui diritti degli azionisti*, in *Società*, 2010, 85.
- BUSANI, *Commento art. 2372*, in *Società*, 490
- BUTTARO, *In tema di rappresentanza degli azionisti da parte delle banche*, in *BBTC*, I, 1967.
- CALANDRA BONAURA, *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1985.
- CALANDRA BONAURA, , *Relazione tenuta a Roma il 31 gennaio 2009 nell'ambito dell'incontro organizzato per la costituzione dell'associazione "Orizzonti del Diritto Commerciale"* e dedicata al tema "I poteri dei soci nelle società quotate", in *Giur. Comm.*, I, 2009, 86; su www.orizzontideldirittocommerciale.it
- CAPRIGLIONE, *Crisi di sistema ed innovazione normativa. Prime riflessioni sulla nuova legge sul risparmio*, in *BBTC*, 2006, 125
- CARDARELLI, *Le deleghe di voto*, in *Intermediari finanziari, mercati, società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi – M. Sandulli – V. Santore, Torino, Giappichelli, 1999.
- CASTAGNOLA, *Nuovo codice di commercio italiano*, v. I, Torino, 1883.
- CERRAI – MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Riv. soc.*, I, 1993, 1.

CHEFFINS, *Il diritto societario e la separazione di proprietà e controllo*, in *Banca Impresa e Società*, 2001, 181.

CIAN M., *In tema di deleghe di voto secondo il decreto Draghi*, in *Corr. Giur.*, 1999.

CIAN M., *Strumenti finanziari de materializzati, diritto cartolare e diritto societario*, in *BBTC*, I, 2005, 11.

CIRENEL, *Sub art. 2373, Commento agli artt. 2325-2379 ter*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, a cura di D'Alessandro, Roma, Piccinin-Nuova Libreria 2010, 757.

COFFE J.C., *The rise of Dispersed Ownership: The Role of law in Separation of Ownership and Control*, in *Columbia Center for Law and Economics*, Working Paper, n. 192, 2001.

COLANGELO, *Corporate Governance e Assetti Proprietari dell'impresa: realtà e retorica di un nuovo mito*, *Vita Notarile*, 2002, I, 456; JACOBS, *Break the Wall Street Rule: Outperform the Market with Relationship Investing*, Addison Wesley Longman, 1994.

COLOMBO G.E., *In tema di azionariato popolare*, in *Riv. dir. comm.*, 1962.

COLTRO CAMPI, *La disciplina federale americana delle procure assembleari per le società quotate in borsa*, in *Riv. dir. comm.*, I, 1961.

COMMISSIONE EUROPEA, "Second Advice of the Legal Certainty Group", http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/certainty_en.htm.

CONSOB, "Regolamento Emittenti, Sollecitazione di Deleghe di voto (art. 136 del R.E.), Esiti della consultazione, 31 marzo 2011, Tabella di sintesi della principali osservazioni", www.consob.it.

CORAPI, *La riforma della società per azioni e la "proprietà passiva" dell'azionista (a proposito di un recente articolo di A.A. Berle)*, in *Riv. dir. comm.*, I, 1966.

COSTI, *Il governo delle società quotate: tra ordinamento dei mercati e diritto delle società*, in *Dir. comm. int.*, 1998, 65.

COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 2008.

COSTI, *Note sul diritto di informazione e di ispezione del socio*, in *Riv. soc.*, 1963, 109.

COSTI, *Privatizzazione e diritto delle società per azioni*, in *Giur. Comm.*, 1995, I, 77.

COSTI, *Concorrenza e stabilità nel mercato bancario*, in *AGE*, 2006, 111

COTTINO – MINERVINI, *La società per azioni a cento anni dal codice di commercio*, in *Aa. Vv.*, 1882 – 1982 *Cenno anni dal codice di commercio*, Milano, Giuffrè, 1984.

COTTINO, *Il D. L. 24 febbraio 1998, il nuovo regime delle società quotate: prime considerazioni*, in *Giur. it.*, 1998, 1295.

D'ALESSANDRO, *Un nuovo ruolo per l'assemblea nelle società per azioni*, in *Verso un nuovo diritto societario*, *Aa. Vv.*, Associazione Disiano Preite, a cura di P. Benazzo – F. Ghezzi – S. Patriarca, Bologna, Mulino, 2002.

D'ALESSANDRO, *Nuovo ruolo dell'assemblea?* in *Aa. Vv.*, *Mercato e governo dell'impresa. Scritti giuridici per Guido Rossi*, Milano, Giuffrè, 2002.

- DE GREGORIO, *Delle società e Delle associazioni commerciali*, in *Il codice di commercio commentato*, a cura di Bolaffio L. – Rocco A. – Vivante C., Torino, Unione tipografico-editrice torinese, 1938.
- DE LUCA, *La nuova disciplina della gestione accentrata e della legittimazione degli azionisti*, in *BBTC*, 2010, I, 254.
- DE LUCA, *Titolarità vs. Legittimazione: a proposito di record date, empty voting e “proprietà nascosta” di azioni*, in *RDS*, 2010, I, 312, www.ssrn.com.
- DE NOZZA, *Interessi, fantasia e accumulazione capitalistica*, in *Giur. Comm.*, I, 1977, 734.
- DI MAIO, *Voto per corrispondenza nelle assemblee delle società privatizzate: legge n. 474/94*, in *Società*, I, 1995, 415.
- DI SABATO, *Le nuove frontiere delle società verso il 2000*, in *Riv. dir. imp.*, 1999, 16.
- EASTBROOK– FISCHER, *Voting in corporate law*, in *Journal of law and Economy*, 1983. *Di rappresentanza azionaria. Un primo esame delle nuove proposte di legge sul voto per delega*, in *Riv. dir. imp.*, I, 1997.
- EASTERBROOK – FISCHER, *L'economia delle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1996, 20
- ECKBO-PAONE-URHAEIM, *Efficiency of share-voting systems: Report on Italy*, www.ssrn.com.
- ENRIQUES, *L'attivismo degli investitori istituzionali negli Stati Uniti: una rassegna di studi empirici*, in *Riv. soc.*, 1998, 592.
- ENRIQUES, *Nuova disciplina delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali: fatti e prospettive alla luce delle esperienze anglosassone*, in *Giur. Comm.*, 1998, II, 680.
- ENRIQUES, *Sub. art. 2369. – Seconda convocazione e convocazioni successive, La nuova disciplina dei diritti degli azionisti*, *Commentario*, a cura di Guerrieri, in *Nuove leggi civili commentate*, f.n. 4, 550 ss.
- FERRACINI-GIUDICI, *La legge sul risparmio, ovvero un pot pourri della corporate governance*, in *Riv. Soc.*, 2006, 573 ss
- FERRI G., *La tutela dell'azionista in una prospettiva di riforma*, in *Riv. soc.*, 1961, 361.
- FERRI G., *La filosofia della miniriforma della società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, I, 1975, 87.
- FERRI G., *La delega all'esercizio del voto*, in *Dir. fall.*, I, 1975, 367.
- FERRI G., *Le società*, in *Tratt. di dir. civ.*, diretto da Vassalli, Torino, UTET, 1971.
- G. FERRI, *Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 35 ss
- FERRO LUZZI, *Azioni: gestione accentrata o de materializzazione; partecipazione all'assemblea*, in *Riv. soc.*, I, 2002, 488.
- FIMMANÒ, *I sistemi di voto tra autonomia statutaria ed “autodeterminazione” assembleare*, in *Società*, I, 2002, 699.
- FOSCHINI, *Conferimento ai sindaci della rappresentanza degli azionisti in assemblea*, in *Riv. dir. comm.*, II, 1960, 302.

- FOSCHINI, *Il diritto dell'azionista all'informazione*, Milano, Giuffrè, 1959
- FURGIUELE, *La disciplina dell'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate alla luce dell'art. 7 della Direttiva 2007/36/CE*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, 989.
- GALGANO, *Lex Mercatoria*, Bologna, Il Mulino, 2001.
- GALGANO, *La forza del numero e la legge della ragione*, Bologna, Il Mulino, 2007.
- GARGANTINI, *Sub art. 83-duodecies – Identificazione degli azionisti, La nuova disciplina dei diritti degli azionisti*, *Commentario*, a cura di Guerrieri, in *Nuove leggi civili commentate*, f.n. 4, 646 ss.
- GATTI, *La rappresentanza del socio in assemblea*, Milano, A. Giuffrè Editore, 1975.
- GATTI, *Sub. Art. 137*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova, Cedam, 1998.
- GEORGESON, “*Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze*”, www.georgeson-
- GILLAN-STARKS, *The Evolution of Shareholders Activism in the United States*, www.ssrn.com.
- GOODMAN-OLSON, *A practical guide to SEC Proxy and compensation rules*, Walter Kluwer, 2008 125.
- GRAZIANI, *Diritto delle società*, V ed., Napoli, Morano, 1962.
- GRAZIANI, *Possono le banche rappresentare gli azionisti nelle assemblee delle società?*, in *BBTC*, I, 1956.
- GRIPPO, *Deliberazione e collegialità nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1979, 52.
- GRIPPO, *L'assemblea nella società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, vol XVI, Torino, UTET, 1985.
- GUERRA, *Le assemblee e la “Draghi”*, in *Riv. soc.*, 1999, 1087.
- GUERRIERI, *Note introduttive Il recepimento della Direttiva Shareholders' rights: il legislatore scommette ancora sulla voce degli azionisti (di società quotate)*, *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti*, *Commentario*, a cura di Guerrieri, in *Nuove leggi civili commentate*, f.n. 4, 508.
- GUIZZI, *Gli azionisti e l'assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in *RDS*, 2011, f. 1; *Los derechos de los Accionistas en las Sociedades Cotizada*, a cura di Abriani ed altri, Editorial Tirant Lo Blanche, 2010
- HIRSCHMAN, *Exit, Voice and Loyalty*, Harvard, 1970; trad. it., *Lealtà, defezione e protesta: rimedi alla crisi delle imprese, dei partiti, dello Stato*, Milano, Bompiani, 1982.
- HU-BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (morfable) Ownership*, www.ssrn.com
- IOLI, *Direttiva 2007/36/CE relative ad alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, Studio n. 5-2008/A del Consiglio Nazionale del Notariato, www.notariato.it.
- IRACE, *Il ruolo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate*, Milano, Giuffrè, 2001.
- JAEGER, *Le deleghe di voto*, in Aa.Vv., *La riforma delle società quotate*, Milano, Giuffrè, 1998 (a cura di)..

- JAEGER, *La nuova disciplina della rappresentanza azionaria*, in *Giur. Comm.*, I, 1974, 554.
- JAEGER, *Privatizzazioni: "Public Companies": problemi societari*, in *Giur. comm.* 1995, I, 5
- JAEGER, *L'assemblea. Convenzioni di voto. Rappresentanza azionaria*, in *Aa. Vv., I grandi problemi delle società per azioni nelle legislazioni vigenti*, Rotondi (a cura di), vol. V, Padova, CEDAM, 1976.
- JAEGER, *Il problema delle convenzioni di voto*, in *Giur. comm.*, 1989, 201.
- JAEGER P.G. – MARCHETTI P.G., *Corporate governance*, in *Giur. comm.*, I, 1997, 625.
- JAEGER, *Il voto "divergente" nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1976
- JAEGER, *Il voto divergente*, in *Trattato Colombo-Portale*, 3*, 1994, 406 ss.
- KAHAN-ROCK, "*The Hanging Chads of Corporate Voting*", www.ssrn.com.
- KAHAN –ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, 2006, http://www.ecgi.org/wp/wp_id.php?id=215.
- KAHAN –ROCK, *Hedge Fund Activism in Enforcement of Bondholder Rights*, 2008, http://www.ecgi.org/wp/wp_id.php?id=215.
- LATCHAM F. C., *La partecipazione degli azionisti americani alla vita della società*, in *Riv. soc.*, 1958.
- LAURINI, *La disciplina delle assemblee di società quotate*, in *Giur. comm.*, 2000, 655.
- LENER R., *L'assemblea nella riforma del Diritto societario*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2002, 171.
- LENER R., *Invalidità delle delibere assembleari di società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2004, 79.
- LENER R., *Legittimazione all'intervento in assemblea nelle società quotate*, in *Liber Amicorum GF Campobasso La riforma delle società*, a cura di Abbadessa-Portale, v. II, Torino, UTET, 2007.
- LENER R., *Legittimazione all'intervento in assemblea, record date ed esercizio del diritto di voto dopo la DSHR. Appunti introduttivi*, www.associazionepreite.it.
- LEOZAPPA., *Profili sulla disciplina del voto per corrispondenza (legge 30 luglio 1994 n. 474)*, in *Riv. soc.*, I, 1995, 646.
- LIBERTINI-MIRONE-SANFILIPPO, *Sub art. 2351*, in *Commentario Romano del nuovo diritto delle società*, (a cura di D'Alessandro), Roma, Piccin, v.3, 2010, 269.
- LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, I, 2001, 86.
- LIBONATI, *Assemblea e patti parasociali*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2002, 463.
- LIBONATI, *La faticosa "accelerazione" delle privatizzazioni*, in *Giur. Comm.*, 1995, I, 20
- LUCARINI ORTOLANI, *Banche e partecipazioni*, Milano, Giuffrè, 1994.
- MAGLIULO, *Sub art. 2370*, in *Commentario Romano del nuovo diritto delle società*, (a cura di D'Alessandro), Roma, Piccin, v.3, 2010, 691.
- MAGLIULO, *Sub art. 2372*, in *Commentario Romano del nuovo diritto delle società*, (a cura di D'Alessandro), Roma, Piccin, v.3, 2010,, 724.

- MAYER-POLO, *Shareholder Activism: An Antidote to Corporate Greed?*, www.ssrn.it.
- P. G. MARCHETTI, *Modifiche alla legge 216: una proposta di iniziativa parlamentare*, in *Riv. soc.*, I, 1980.
- P.G. MARCHETTI, *Problemi degli intermediari finanziari*, in *Riv. soc.*, I, 1986, 15.
- P.G. MARCHETTI, *Intervento in assemblea*, in *Contratto e Impresa*, I, 1986, 990.
- P.G. MARCHETTI, *D. lgs. 58/1998. L'incidenza sul funzionamento dell'assemblea*, in *Società*, 1998, 558.
- P.G. MARCHETTI, *In tema di funzionamento dell'assemblea: problemi e prospettive*, in *Riv. soc.*, I, 2001, 118.
- P.G. MARCHETTI, *Assenteismo assembleare e problema dell'informazione*, in *Riv. soc.*, 1978, I, 1311
- P.G. MARCHETTI, *La costruzione di una disciplina organica del mercato mobiliare*, in *Giur. Comm.*, 1985, I, 243.
- MASERA, *Note in tema di nuove regole per le imprese quotate*, in *Giur. comm.*, I, 1997, 801.
- MARGHERI, *Il codice di commercio italiano*, II, Padova-Torino, 1883.
- MARGHERI, *Delle Società*, in *Codice di Commercio commentato*, (a cura di) Vivante e altri, Torino, 1929, 422.
- MASI, *Sub art. 127, Voto per corrispondenza*, in *Commentario Alpa-Capriglione*, II, Padova, CEDAM, 1998.
- MAURI, *Alcune considerazioni sulle deleghe di voto*, in *Società*, 1998, 147.
- MEO, *Le società di capitali – Le società con azioni quotate in borsa*, in *Trattato di Diritto Privato diretto da M. Bessone*, volume XVII, Torino, Giappichelli, 2002.
- MESSINEO, *Due disegni di legge in tema di società*, in *Riv. soc.*, 1956, 147.
- MINERVINI G., *L'istituzione del "controllo pubblico" sulle società per azioni*, in *Giur. Comm.*, I, 1974, 539.
- MINERVINI G., *Sub art. 136*, in *Aa. Vv., Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa – F. Capriglione, Tomo II, Padova, CEDAM, 1998.
- MINERVINI G., *Azioni de materializzate e libro dei soci nel codice civile rinnovato*, in *BBTC*, I, 2005, 1.
- MINERVINI G., *La Consob. Lezioni di diritto del mercato mobiliare*, Napoli, Liguori, 1989
- MIRONE, *Il voto per corrispondenza nelle società quotate: profili di disciplina*, in *Società*, I, 1999, 751.
- MONTALENTI, "Corporate governance": *raccomandazioni Consob, e prospettive di riforma*, in *Riv. soc.*, in *Riv. soc.*, I, 1997, 713
- MONTALENTI, *Corporate governance, consiglio di amministrazione, sistemi di controllo interno: spunti per una riflessione*, in *Riv. soc.*, 2002, 803.

MONTALENTI, *Dalla legge Draghi al progetto Mirone, Un quadro d'insieme*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2000, 410.

MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato di Diritto Commerciale*, diretto da G. Cottino, Padova, CEDAM, 2004.

MONTALENTI-BALZOLA, *La società per azioni quotata*, in *Le nuove s.p.a.*, a cura di Cagnasso ed altri, Bologna, Zanichelli, 2010, 1805

MOSCO, *Gradimento e controllo nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, I, 1986.

MOSCO, *Dove si forma la volontà sociale? Il ruolo dell'assemblea nella società per azioni: Considerazioni introduttive*, in Aa. Vv., Associazione Disiano Preite. *Verso un nuovo diritto societario*, a cura di P. Benazzo – F. Ghezzi – S. Patriarca, Bologna, IL Mulino, 2002.

MORANDI, *Le associazioni di azionisti nelle società quotate*, Padova, CEDAM, 2003.

MORERA, *Sull'informazione preassembleare dei soci (art. 130, T.U. della finanza)*, in *Vita Notarile*, 1998, 763.

NAPOLETANO G., *Sub art. 136-144*, in *Il testo unico dei mercati finanziari*, a cura di L. Licita – V. Napoletani, Milano, Giuffrè, 1998.

NAVARRINI, *Delle società e delle associazioni commerciali*, in *Commentario al Codice di Commercio*, v. II, Milano, Vallardi, 1900-1915.

NIGRO, *Sulla "storia segreta" della legge bancaria*, in *Riv. soc.*, 1982, 1193.

NOTARI, *Sub Art. 145*, in Aa. VV., *La disciplina delle società quotate*, *Commentario* a cura di P. Marchetti – L.A. Bianchi, vol. II, Milano, Giuffrè, 1999.

NOTARI, *L'assemblea e i processi decisionali dei soci nelle proposte di riforma delle società non quotate*, in *Riv. soc.*, I, 2001, 130.

ONADO, *I risparmiatori e la Cirio: ovvero pelati alla meta. Storie di ordinari spoliazione degli azionisti e obbligazionisti*, in *Mercato, concorrenza e regole*, 2003, 499

OPPO, *Prospettive di riforma e tutela della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1961, 361.

OPPO, *Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1987, 517.

PACIELLO, *Democrazia societaria e voto assembleare*, in *Riv. dir. imp.*, 1999, 29.

PADOA SCHIOPPA, *Saggi di diritto commerciale*, Milano, Edizioni universitarie di lettere economia diritto, 1992.

PALLADINO, *Gli investitori istituzionali in Italia: da comparse nel mercato del risparmio "congelato" a protagonisti nel mercato del risparmio produttivo*, in Aa. Vv., *Verso una borsa europea. La riforma del mercato mobiliare italiano e l'integrazione dei mercati finanziari*, Gervasoni A. (a cura di), Milano, Giuffrè, 1992.

PARTNOY-THOMAS, *Gap Filling, Hedge Funds and Financial Innovation*, 2006, www.ssrn.com.

PAYNE, *"Intermediated Securities and the Right to Vote in the UK"*, in *Intermediated Securities Legal Problems and Practical Issues*, ed. Gullifer, 2010, 194.

- C. PASQUARIELLO, *Sub art. 141 TUF, La nuova disciplina dei diritti degli azionisti, Commentario*, a cura di Guerrieri, in *Nuove leggi civili commentate*, 2011, f. 4.
- C. PASQUARIELLO, *Sub art. 2372, La nuova disciplina dei diritti degli azionisti, Commentario*, a cura di Guerrieri, in *Nuove leggi civili commentate*, f.n. 4, 582.
- PAVONE LA ROSA, *Azioni “dematerializzate” e legittimazione all’esercizio dei diritti sociali*, in *Riv. soc.*, 2002, 1209.
- PAYNE, *“Intermediated Securities and the Right to Vote in the UK”*, in *Intermediated Securities Legal Problems and Practical Issues*, ed. Gullifer, 2010, 194.
- PELLEGRINO, *La nuova disciplina della rappresentanza dell’azionista nelle società quotate*, Milano, Giuffrè, 2002.
- PERNA, *Mito e realtà nella democrazia societaria. Il proxy voting nelle public companies statunitensi*, in *Giur. Comm.*, I, 1995, 537.
- PERNA, *Public company e democrazia societaria, Voto per delega e governo delle imprese nel capitalismo statunitense*, Bologna, Il Mulino, 1998.
- PETRAZZINI, *Sub Art. 136-140*, in *Legge Draghi e le società quotate in Borsa*, diretto da G. Cottino, Torino, UTET, 1999.
- PETRAZZINI, *L’assemblea: competenza e funzionamento*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza 2003-2009*, a cura di Cottino e d altri, Bologna, Zanichelli, 2009, 393.
- PINTO, *The European Union’s Shareholder voting rights Directive from an american perspective: some comparisons and observations*, www.ssrn.com.
- PLATANIA, *Contratto di raccolta di deleghe*, in AA.VV., *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale- Il diritto privato nella giurisprudenza*, Torino, UTET, 2004, 535
- PORCU, *Il mercato ristretto*, in in Aa. Vv., *Verso una borsa europea. La riforma del mercato mobiliare italiano e l’integrazione dei mercati finanziari*, Gervasoni A. (a cura di), Milano, EGEA, 1992.
- PORTALE, *La società quotata nelle recenti riforme*, in *La società quotata*, (a cura di) Tombari, Quaderni Cesifin, Torino, Giappichelli, 2008.
- PREITE, *Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, I, 1993, 476.
- PRESTI, *La nuova disciplina delle deleghe di voto*, in *Banca impr. Soc.* 1999, 35.
- RAVAZZI, *L’azionariato popolare*, Bologna, Il Mulino, 1960.
- RESCIGNO, *La Consob e la “corporate governance”: prime riflessioni sulla comunicazione della Consob 20 febbraio 1997 in materia di controlli societari*, in *Riv. soc.* 1997, 758.
- RESCIO, *Assemblea dei soci. Patti parasociali*, in Aa. Vv., *Diritto delle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2003.
- REPORT BY MANIFEST (a proxy voting agent), *“Discharge Liability Directors Proposals: The Implication for Shareholders”*, www.proxygovernance.com.
- ROMANO, *Does Confidential Proxy Voting Matter?*, www.ssrn.com, abstract.
- RORDORF, *Le minoranze azionarie tra autotutela ed eterotutela*, in *Società*, I, 2002, 286.

- RORDORF, *Scandali finanziari e regole di mercato (appunti a margine dei casi Cirio e Parmalat)*, in *Questione giustizia*, 2004, 567
- ROSSI S., *Il voto extrassembleare nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 1997.
- ROSSI G., *Il mercato finanziario dopo la legge 216*, in Aa. Vv., *La legge 216 dieci anni dopo*, a cura di G.E. Colombo – F. Cesarini, Milano, Giuffrè, 1985.
- ROSSI G., *Le diverse prospettive dei sindacati azionari nelle società quotate e in quelle non quotate*, in *Riv. soc.*, I, 1991, 1353.
- ROSSI G., *La tutela della maggioranza la Consob, e il giudice*, in *Riv. soc.*, 1986, I, 449.
- ROVERATI, *Limiti alla rappresentanza del socio in assemblea e procura generale "ad negotia"*, *Riv. dir. comm.*, II, 1989, 362.
- SACCHI, *Assemblea. L'intervento e il voto nell'assemblea di s.p.a. Profili procedurali*, in *Trattato delle Società per Azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Vol. 3*, Torino, 1994.
- SACCHI, *Sollecitazione e raccolta delle deleghe di voto*, in Aa.Vv., *La riforma delle società quotate*, Milano, Giuffrè, 1998.
- SACCHI, *Applicabilità per analogia dei divieti di rappresentanza contenuti nell'art. 2372 c.c.*, in *Giur. Comm.*, I, 1977, 248.
- SACCHI, *Procura generale e disciplina (legislativa e statutaria) della rappresentanza azionaria*, in *Giur. Comm.*, I, 1989, 23.
- SACCHI, *nota, Art. 2372 e rappresentanza organica*, in *Giur. Comm.*, II, 1982, 217.
- SALANDRA, *Il progetto Vivante per la riforma delle anonime e le società di partecipazione*, in *Riv. dir. comm.*, I, 1934, 747.
- SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, III ed., Milano, Giuffrè, 2000.
- SALAFIA, *Intervento in assemblea del procuratore del socio*, in *Società*, 1987.
- SALAFIA, *L'intervento nell'assemblea della spa e della srl*, in *Società*, I, 2004, 672.
- SANTINI, *I "buchi" della riforma*, *Giur. Comm.*, 1974, I, 435.
- SANTORO, *Dai progetti di riforma all'attuale miniriforma della s.p.a.*, in *Giur. Comm.*, 1976, I, 18.
- SARALE, *Il nuovo volto dell'assemblea sociale*, in Aa. Vv., *La riforma delle società. Profili della nuova disciplina*, a cura di S. Ambrosini, Torino, Giappichelli, 2003.
- SBISÀ, *Sub art. 2372 c.c., Il nuovo diritto societario: art. 2325-2409*, Commentario a cura di Cottino ed altri, Bologna, Zanichelli, 2004, 662.
- SCIMENI, *La vendita del voto nelle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2003.
- SENA, *Il voto nell'assemblea delle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1961.

- SERRA, *Il procedimento assembleare*, in *Liber Amicorum GF Campobasso La riforma delle società*, a cura di Abbadessa-Portale, v. II, Torino, Utet, 2007.
- SERRA, *Il Procedimento Assembleare*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum Gianfranco Campobasso, a cura di Abbadessa e Portale, 2007, II, 67.
- SJOSTROM JR-KIM, MAJORITY, *Voting for the election of Directors*, www.ssrn.com
- SOPRANO, *L'assemblea generale degli azionisti*, Milano, F. Vallardi, 1914.
- SPAVENTA, *La legge sulla tutela del risparmio, passi avanti, errori ed illusioni*, in *AGE*, 2006, 11
- STELLA RICHTER JR, *Prime considerazioni sulla legittimazione all'esercizio del voto dopo la riforma delle società di capitali*, in *Studi in onore di Vanzetti*, II, Milano, Giuffrè, 2004.
- STELLA RICHTER JR, *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, www.associazionepreite.it.
- TOMBARI, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (Verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Riv. soc.*, 2002, 1062.
- TUCCI, *Le deleghe di voto nelle public companies statunitensi*, in *Dir. comm. intern.*, 1999, 438.
- TUCCI, *Modifiche del diritto societario e nuove forme di tutela della minoranze*, in *La nuova legge sul risparmio. Profili societari, assetti istituzionali e tutela degli investitori*, a cura di Capriglione, Padova, CEDAM, 2006, 73
- TURELLI, *Assemblea di società per azioni e nuove tecnologie*, in *Società*, I, 2004, 116.
- VELLA, *Limiti alla rappresentanza azionaria e rapporto banca-impresa*, in *Banca, impresa e soc.*, I, 1994, 311.
- VELLA, *La riforma della vigilanza tanto rumore per nulla*, in *AGE*, 2006, 117
- VENEMA, *Effectengiro-recht in beweging (Securities Transfer Law in Motion)*, 2003.
- VENTURUZZO, *Approvata la direttiva sui diritti degli azionisti: record date e deleghe di voto*, in *Riv. soc.*, 2007, II, 1181.
- VERDAM, *The role of Proxy Advisor in Distance Voting: A Field and Problem Study*, www.ssrn.com.
- VERRET, *Defending Against Shareholder Proxy Access: Delaware's Future Reviewing Company Defensens in the Era of Dodd-Frank*, www.ssrn.it.
- VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*. II, Milano, Vallardi, 1912.
- VIVANTE, *Gli azionisti fiduciari (prestanome) nella assemblea delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, I, 1903.
- VIVANTE, *Sul risanamento delle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, I, 1917, 13.
- VIVANTE, *Contributo alla riforma delle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, I, 1934, 314.
- WEIGMANN, *Concorrenza e mercato azionario*, Milano, Giuffrè, 1978.
- WEIGMANN, voce "Società per azioni", in *Digesto IV, Disc. Priv., Sez. Comm., Vol. XIV*, Torino, UTET, 1997, 404.

WINTER, *“The European Union’s Involvement in Company Law and Corporate Governance”*, in *The European Company Law Action Plan Revisited*, ed. Geens & Hopt, 2010, 373.

WYMEERSCH, *Shareholder after the crisis*, www.ssrn.com.

Finito di stampare nel mese di settembre 2011

-Roma-

~ 181 ~

