



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO

FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA  
Dottorato in Studi Giuridici  
Comparati ed Europei

**Scuola di Dottorato in Studi Giuridici Comparati ed Europei**

XXIV ciclo

**Tesi di Dottorato**

***Il corretto equilibrio dei poteri tra  
amministratori e soci nelle società quotate***

*Relatore*

*Prof. Elisabetta Pederzini*

*Dottorando*

*Michele Brunetta*

Anno Accademico 2011-2012





UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO

FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA  
Dottorato in Studi Giuridici  
Comparati ed Europei

**Candidato: Michele Brunetta**

***IL CORRETTO EQUILIBRIO***  
**DEI POTERI TRA**  
**AMMINISTRATORI E SOCI**  
**NELLE SOCIETÀ QUOTATE**

**Relatore Prof. Elisabetta Pederzini**

Anno Accademico 2011-2012



**Indirizzo specialistico in Diritto privato, privato comparato e commerciale**

**XXIV ciclo**

**Esame finale: 15/04/2013**

**Commissione esaminatrice:**

**Prof. Elisabetta Pederzini**

**Prof. Massimo Bianca**

**Dott. Paolo Butturini**

**Università degli Studi di Trento**

**Università degli Studi di Udine**

**Università degli Studi di Verona**



Giunto al termine di una tappa significativa, benché inevitabilmente intermedia, di un più lungo percorso personale volto alla maturazione quale studioso e professionista nell'ambito del diritto commerciale, ritengo doveroso ringraziare coloro che hanno a vario titolo contribuito alla stesura di queste pagine.

Ringrazio in primo luogo il Professor Alan Dignam (Queen Mary – University of London – School of Law) per avermi fatto sempre trovare aperta la porta del suo studio al 67-69 di Lincoln's Inn Fields durante il semestre trascorso a Londra, così da poter discutere, in particolare, dell'approccio invalso negli ordinamenti di *common law* rispetto alle tematiche degli *shareholders' rights*, del funzionamento del *board of directors*, dei controlli interni alla *public company* e della concreta efficacia dello *Stewardship Code*.

Un ringraziamento particolare va inoltre al Professor Alan Palmiter (Wake Forest University – School of Law), il quale mi ha permesso di consultare in anteprima la versione integrata della relazione *Dark Matter in US Corporations (Corporate Governance in the United States)* presentata nell'ambito del convegno *Corporate Governance e "sistema dei controlli" nella s.p.a.* (Firenze, CESIFIN – Fondazione Alberto Predieri, 14 e 15 aprile 2011).

Un doveroso pensiero va altresì al dottor Alessio Bartolacelli (Università degli Studi di Trento – Facoltà di Giurisprudenza) per due chiacchierate in tema di organo di controllo interno (che lui sminuirà, ma che ho considerato) decisamente significative e in particolare per essere stato mio attento interlocutore relativamente alla proposta *de iure condendo* che costituisce l'esito finale del presente lavoro.

Devo il mio grazie – per ultima, ma assolutamente non ultima – alla Professoressa Elisabetta Pederzini (Università degli Studi di Trento – Facoltà di Giurisprudenza) per avere, in qualità di mia *tutor*, instaurato con il sottoscritto un lungo e insostituibile dialogo, sempre accettando un confronto aperto sulle mie idee, e promuovendo il mio “libero arbitrio”. Devo perciò affermare, senza timore che possa essere erroneamente intesa come una clausola di stile, che gli eventuali errori e omissioni sono esclusivamente ascrivibili al sottoscritto.

Il mio ringraziamento va infine a coloro che ad altro titolo, e al di là dal piano strettamente contenutistico hanno avuto un ruolo nell'agevolare il raggiungimento di questo traguardo: mi riferisco al personale amministrativo della Scuola di Dottorato, della Facoltà di Giurisprudenza e dell'Ufficio Dottorati, ma soprattutto alle “mie dottorande” per l'affetto, la compassione nel senso etimologico del termine e i preziosi consigli.



La vita è imprevedibile. Si investe un tempo inenarrabile nel tentativo di pianificarla, allinearla su binari, plasmarla, ma sovente si realizza che basta un refolo di vento a spargliare le carte, a cambiare gli scenari.

La mia tesi di laurea non recava dediche, perché – nonostante fossi soddisfatto dell’esito finale – non mi pareva il luogo consono per scrivere qualcosa di personale: troppo poco professionale da un lato; un vezzo interpretabile da chi l’avrebbe sfogliata come la volontà di prendersi troppo sul serio dall’altro.

Probabilmente nemmeno questa tesi di dottorato, che testimonia anni di lavoro e un altrettanto lungo tratto di vita, sarà oggetto di una tiratura da *best seller* e per le medesime ragioni di cui sopra sono stato combattuto sull’inserire o meno questa pagina.

Avevo sempre pensato, qualora avessi avuto la fortuna e il privilegio di pubblicare qualcosa di mio, di riservare per ogni lavoro una dedica esclusiva alle singole persone che amo e a cui, quando non devo letteralmente ringraziare per il dono della vita, devo dire grazie per come l’hanno resa.

Non so se mai riuscirò nell’intento, anzi ne dubito fortemente: la via dell’accademia è stretta, irta e piena di ostacoli. E ci sono troppe persone a cui vorrei donare il mio pensiero e il mio grazie. Stante l’aleatorietà del futuro è allora più pragmatico anteporre una dedica cumulativa a queste mie pagine, naturalmente senza la pretesa che gli interessati vogliano calarsi nel ruolo degli addetti ai lavori e cimentarsi con quel che è stato scritto oltre, perché è stato sicuramente redatto con tanta passione, ma dubito possa essere propriamente considerato una lettura avvincente.

La presente tesi è dedicata ai miei genitori Mara e Nino: è l’unico modo tangibile che ho per far loro “sentire” che li ringrazio per ogni singolo atto d’amore che mi hanno dedicato, quotidianamente, in tutti questi anni.

Dedico questo lavoro, naturalmente, a Maria Pia, che lucidamente, da persona libera e adulta, ha deciso di condividere con me la vita e di supportarmi (e troppo spesso sopportarmi) nelle scelte lavorative, antepoendo la mia felicità e desiderio di realizzazione alle certezze e alla “normalità” della vita di coppia prima e di famiglia poi. Non ci sono parole sufficienti per esprimerle l’ammirazione e incondizionata stima che ho per lei e per il suo modo di essere, e di esserci, ma anche di approcciarsi alla vita e agli altri.

Queste pagine sono inoltre per Simone, che mentre scrivo è qui che sonnecchia vicino a me. Il ritratto dell’innocenza. Ma anche un talento naturale per ricordarmi che i miei doveri ora non sono solo quelli di chiudere questo lavoro, e che è giusto io ne venga distolto per fare il papà: nel *rush* finale per la stesura il suo arrivo ha saputo mettere quel pepe in più che renderà questo periodo estremamente provante sì, ma soprattutto indimenticabile.

Dedico infine l’elaborato ai miei amici più cari, che da una vita mi sono vicini. Nel tempo ho incontrato tante altre persone che valeva la pena conoscere, e che porto nel cuore. Ma è giusto darvi atto che voi ci siete sempre stati. Nei momenti belli e in quelli meno belli. E avete saputo, da vicino o a distanza, farmi sentire la vostra presenza. Per pudore non vi nomino, ma sapete chi siete e che vi si può contare, per eccesso, su una sola mano.



# INDICE

Pag.

ABSTRACT.....i

LISTA DEGLI ACRONIMI E DELLE ABBREVIAZIONI.....iii

Istituzioni, organismi e programmi.....iii

Riviste.....v

INTRODUZIONE:.....ix

## CAPITOLO PRIMO

IL RAPPORTO TRA PROPRIETÀ E GESTIONE ..... 1

1. *Ownership vs control*: un fenomeno globale e le sue declinazioni ..... 1

1.1. *All'origine del fenomeno: dissociazione tra proprietà e controllo nella grande industria statunitense* ..... 3

a) *Disperse ownership* e apatia razionale..... 4

b) I rapporti di agenzia..... 7

1.2. *Struttura proprietaria nell'Europa continentale: la dialettica maggioranza-minoranza*.... 13

1.3. *Fallimenti di mercato e crisi dell'“equilibrio” fondato sulla centralità del management*.. 17

2. Evoluzione del rapporto soci-amministratori nell'ordinamento italiano, dal codice civile alla legge sulla tutela del risparmio ..... 24

2.1. *Organo amministrativo e assemblea dei soci nel codice del '42*..... 25

2.2. *La c.d. miniriforma del '74* ..... 28

## INDICE

2.3. Dal TUF alla riforma organica del 2003.....	31
2.4. La Legge sulla tutela del risparmio .....	41
3. Il ribilanciamento all'interno dell'organo amministrativo .....	43

## CAPITOLO SECONDO

### IL LEGISLATORE EUROPEO E IL RINNOVATO RUOLO DEGLI AZIONISTI..... 55

#### 1. La Direttiva *Shareholders' Rights*: un'inversione di rotta..... 55

##### 1.1. *Genesi della Direttiva* .....

a) Dall'istituzione dell' <i>High Level Group of Company Law Experts</i> alla pubblicazione del documento di consultazione <i>A modern Regulatory Framework for Company Law in Europe</i> .....	56
b) Le reazioni al documento di consultazione; il <i>Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe</i> .....	63
b.1) Riduzione dei costi "informativi" .....	67
b.2) Riduzione dei costi "logistici".....	72
c) L' <i>Action Plan</i> della Commissione.....	77
c.1) Trasparenza.....	81
c.2) Diritti degli azionisti.....	82
c.3) Consiglio di amministrazione.....	84
c.4) Coordinamento interstatale.....	84
d) Dai documenti di consultazione del <i>DG Internal Market</i> all'approvazione del progetto di Direttiva.....	89

##### 1.2. *L'esercizio di alcuni diritti dei soci nella Direttiva Shareholders' Rights*..... 105

a) Linee politico-programmatiche della Direttiva.....	107
b) Gli enhanced shareholders' rights.....	109
1.3. <i>Recezione della Direttiva nell'ordinamento italiano</i> .....	115
2. L'invincibile apatia razionale .....	122
2.1. <i>Inidoneità delle misure adottate a invertire lo status quo: costi informativi, partecipazione consapevole e free riding</i> .....	126
2.2. <i>(segue) differenziazione degli investimenti, short termism e controllo ex post dell'operato del management</i> .....	134
a) Teoria del portafoglio.....	134
b) Politiche di <i>short termism</i> .....	136
c) Controllo <i>ex post</i> dell'operato del <i>management</i> .....	142
2.3. <i>Stewardship e istituzionalizzazione dell'(illusoria) autoregolamentazione del mercato</i> ...	147
a) Verso l'adozione degli <i>stewardship codes</i> .....	150
b) Inidoneità dei codici di <i>best practices</i> a stimolare l'attivismo degli investitori istituzionali.....	156
2.4. <i>Alcune considerazioni conclusive</i> .....	168

## CAPITOLO TERZO

LA TUTELA DEI SOCI E L'ORGANO DI CONTROLLO: IPOTESI PER UN <i>NUOVO EQUILIBRIO</i> .....	175
1. Il collegio sindacale dal codice civile ai giorni nostri .....	176
2. L'inerzia del collegio: mancanza di strumenti... ..	180
3. (segue) ...o d'indipendenza? .....	187

## INDICE

3.1. <i>Indipendenza formale, dipendenza sostanziale: l'opportunità della rielezione</i> .....	193
3.2. <i>La figura del sindaco di minoranza</i> .....	197
4. Per un rinnovato ruolo delle minoranze nella nomina dei sindaci. Una proposta: <i>ownership and control?</i> .....	215
4.1. <i>Indipendenza del collegio e rappresentatività</i> .....	217
a) Rappresentatività del collegio sindacale e minoranze.....	218
b) Numero di sindaci e differenziazione della composizione dell'organo.....	222
c) Durata del mandato e possibilità di rielezione.....	227
4.2. <i>Rafforzamento del ruolo dei sindaci espressi dalle minoranze</i> .....	229
a) Necessaria approvazione delle delibere da parte di un sindaco espresso dalle minoranze.....	230
b) Gli altri poteri dei sindaci, in particolare la convocazione dell'assemblea.....	232
4.3. <i>Una rinnovata fiducia nei mercati finanziari</i> .....	235
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	241
Testi di legge, documenti ufficiali e <i>reports</i> commissionati da soggetti istituzionali, audizioni parlamentari, comunicati stampa .....	241
Monografie, articoli e studi.....	255
Articoli di quotidiani.....	269
Siti Internet consultati.....	271

## ABSTRACT

Con d.lgs. 27 febbraio 2010, n. 27 è stata finalmente recepita nell'ordinamento italiano la Direttiva 2007/36/CE dell'11 luglio 2007 relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate, a mezzo della quale il legislatore europeo – nella convinzione, poi ribadita nel Libro Verde *Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario* del 5 aprile 2011, che l'implementazione dei diritti degli azionisti di società quotate possa incentivarne l'attivismo e facilitare quindi il controllo assembleare sull'operato dell'organo gestorio – detta svariate disposizioni volte ad agevolare l'esercizio di alcuni diritti amministrativi dei soci, in particolare il diritto di voto in assemblea.

Questo orientamento legislativo mira in ultima istanza all'ambizioso risultato di ribilanciare a vantaggio dei soci il rapporto tra proprietà e gestione, che i recenti scandali finanziari hanno dimostrato essere eccessivamente squilibrato a favore del *management*, e così a favorire il «buon governo societario».

La Direttiva *Shareholders' Rights* appare invero uno strumento inidoneo a stimolare un significativo attivismo assembleare, perché le misure di cui all'intervento legislativo comunitario – certamente apprezzabili ove prevedono, *inter alia*, la possibilità per i soci di iscriverne punti all'ordine del giorno nonché di porre domande alla società e ricevere risposte, e ove riducono gli ostacoli materiali che dissuadono l'azionista dal votare e gli oneri connessi al difficile reperimento di informazioni rilevanti in vista dell'assemblea – non incidono sugli elevati costi informativi connessi allo studio delle informazioni, prerequisito indispensabile per una partecipazione *consapevole* alle attività assembleari; la “piena” partecipazione continua a rappresentare dunque un'alternativa eccessivamente onerosa e antieconomica – e quindi impraticabile – rispetto alle alternative per ridurre il rischio connaturato nell'investimento invalse nella prassi, quali la diversificazione dei portafogli azionari. Questa e altre considerazioni in ordine al comportamento degli investitori istituzionali nei mercati finanziari portano in definitiva a concludere che le nuove misure tese alla valorizzazione del ruolo dei soci non offrono un'alternativa percorribile rispetto alle politiche orientate alla c.d. *apatia razionale*.

Una terza via rispetto all'equilibrio fondato sulla centralità e libertà operativa del *management* (rivelatasi fallimentare alla prova dei fatti, in quanto priva di idonei contrappesi) o sulle potenzialità (inespresse e solo utopisticamente esprimibili) dei soci quali diretti controllori degli amministratori, è rappresentata dalla valorizzazione del ruolo – *ab origine* svilito e comunque

## ABSTRACT

mai pienamente estrinsecatosi nonostante il succedersi delle riforme intervenute, specie in tema di società quotate – dell'organo di controllo interno: valorizzazione che non può prescindere da un ripensamento del significato del requisito dell'indipendenza dei sindaci e del contributo che in tal senso promana dalla partecipazione delle minoranze all'elezione dell'organo. Proprio la *percezione* di una maggiore indipendenza del collegio sindacale rispetto al passato, e del ruolo chiave degli investitori nell'assicurare tale indipendenza, auspicabilmente condurrà al raggiungimento dell'obiettivo ultimo del legislatore europeo, ovvero il ripristino della fiducia del pubblico dei risparmiatori nei mercati finanziari.

## LISTA DEGLI ACRONIMI E DELLE ABBREVIAZIONI

### Istituzioni, organismi e programmi

ABI	<i>Association of British Insurers</i>
AGM	<i>Annual General Meeting</i>
BERR	<i>UK Department for Business, Enterprise and Regulatory Reform</i>
BIS	<i>UK Department for Business, Innovation and Skills</i>
CalPERS	<i>California Public Employees' Retirement System</i>
CESE	Comitato Economico e Sociale europeo
COVIP	Commissione di Vigilanza sui fondi pensione
DGCL	<i>Delaware General Corporation Law</i>
DG Internal Market	<i>Directorate-General for Internal Market and Services</i> (Direzione Generale Mercato Interno e Servizi dell'Unione Europea)
ECOFIN	Consiglio Economia e Finanza dell'Unione europea
ECON	<i>Committee for Economic Affairs of the European Parliament</i>
EGM	<i>Extraordinary General Meeting</i>
EU	<i>European Union</i>
FRC	<i>The Financial Reporting Council</i>
FSA	<i>The Financial Services Authority</i>
GM	<i>General Meeting</i>
HLGCLE	<i>The High Level Group of Company Law Experts</i>
ICSA	<i>Institute of Chartered Secretaries and Administrators</i>

## ACRONIMI E ABBREVIAZIONI

IIC	<i>Institutional Investor Committee</i> (già ISC)
IMA	<i>Investment Management Association</i>
ISC	<i>Institutional Shareholders' Committee</i> (dal 18 maggio 2011 <i>Institutional Investor Committee</i> )
ISVAP	Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni Private
LLP	<i>Limited Liability Partnership</i>
LSE	<i>The London School of Economics and Political Science</i>
NED	<i>Non-Executive Director</i>
NAPF	<i>National Association of Pension Funds</i> britannica
OECD (OCSE)	<i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i> (Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico)
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SLIM	<i>Simpler Legislation for the Internal Market programme</i>
SMEs	<i>Small and medium-sized enterprises</i>
UK	<i>United Kingdom</i>
UKSA	<i>The UK Shareholder's Association</i>
UNIDROIT	<i>Institut international pour l'unification du droit privé</i> ( <i>International Institute for the Unification of Private Law</i> )
USS	<i>Universities Superannuation Scheme</i>

Riviste

- A.G.E.            Analisi Giuridica dell'Economia – Studi e discussioni sul diritto dell'impresa – Bologna, Il Mulino;
- Dir. Fall.        Il Diritto Fallimentare e delle Società Commerciali – Padova, CEDAM;
- Foro It.          Il Foro Italiano – Bologna, Zanichelli;
- Giur. Comm.     Giurisprudenza Commerciale – Milano, Giuffrè;
- Harv. L. Rev.    Harvard Law Review;
- Riv. Dir. Civ.    Rivista di Diritto Civile – Padova, CEDAM;
- Riv. Dir. Comm. Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto generale delle Obbligazioni – Milano, Piccin Nuova Libreria (già Casa Editrice dr. Francesco Vallardi);
- Riv. Dir. Soc.    Rivista del Diritto Societario – Interno, Internazionale, Comunitario e Comparato – Torino, G. Giappichelli;
- Riv. Not.        Rivista del Notariato – Milano, Giuffrè;
- Riv. Soc.        Rivista delle Società – Milano, Giuffrè.



«Il diritto delle società ed il governo societario sono al centro dell'agenda politica, su entrambe le sponde dell'Atlantico. Il buon funzionamento delle economie presuppone infatti che le imprese siano gestite in maniera efficiente e trasparente. Abbiamo visto chiaramente ciò che avviene in caso contrario: una perdita di investimenti e di posti di lavoro e nei casi peggiori, decisamente troppo frequenti, a farne le spese sono gli azionisti, i dipendenti, i creditori ed il pubblico. È quindi necessaria un'azione tempestiva per assicurare che il pubblico ritrovi stabilmente la fiducia nei mercati finanziari.»

Frits Bolkestein, Commissario Europeo per il Mercato Interno 1999-2004 <sup>(1)</sup>

---

<sup>(1)</sup> Cfr. *Diritto delle società e governo societario: la Commissione presenta un Piano d'azione*, Press Release, Bruxelles, 21 maggio 2003, ref. n. IP/03/716.



## INTRODUZIONE:

Il presente lavoro si prefigge l'obiettivo di individuare il corretto equilibrio degli assetti nel rapporto tra soci e amministratori nelle società quotate italiane: la relazione tra proprietà e gestione – per la prima volta indagata negli anni '30 del secolo scorso dall'opera di Berle e Means – si traduce nel mondo anglosassone, caratterizzato da un'accentuata *disperse ownership*, nella dialettica tra soci tutti e *management*, mentre nella tradizione europea continentale viene declinata nel rapporto tra maggioranza di controllo (di cui sono emanazione gli amministratori) e minoranza assembleare. In entrambi i casi, il peso specifico dei termini di questa relazione risente del mutamento del dato normativo positivo, il quale a sua volta riflette il dibattito dottrinale e l'evoluzione politico-culturale sul tema.

Anche il rapporto tra assemblea e amministratori di società quotate italiane dall'approvazione del codice civile del 1942 ad oggi si è continuamente evoluto, risentendo profondamente del mutato contesto normativo e politico-culturale: numerosi sono stati gli interventi legislativi che hanno impresso delle “spinte”, talora di segno contrapposto, atte a incidere – a seconda dei casi, volontariamente, o quale effetto contingente – sull'equilibrio caratterizzante l'originaria *governance* codicistica; a loro volta detti interventi legislativi riflettono il dibattito dottrinale e le opzioni di fondo che caratterizzano la più generale visione sistematica del diritto societario: la disamina del rapporto tra proprietà e gestione e il concreto dettato normativo che disciplina le prerogative degli organi sociali sono infatti influenzati dalle concezioni, talora permeate da una forte connotazione ideologica, maggiormente o minormente istituzionalistiche e contrattualistiche, e dai rispettivi corollari in termini di ruolo dello Stato e dell'autonomia privata nella disciplina del diritto commerciale.

Non è facile schematizzare quest'evoluzione e nel farlo si rischia certamente di scontare una certa generalizzazione: tendenzialmente gli ultimi decenni si caratterizzano da una parte per il tramonto della centralità dello Stato, a favore di un'ideologia di stampo manageriale-efficientista basata sulla valorizzazione dell'organo amministrativo, e il contemporaneo svilimento del ruolo originariamente centrale dell'assemblea, trasformatasi ormai da sede per antonomasia del dibattito endosocietario a luogo in cui vengono ratificate scelte effettuate altrove (l'introduzione di una disciplina dei patti parasociali può essere letta, ad esempio, come la presa d'atto dell'ineluttabilità di questo fenomeno).

Non va dimenticato, d'altro canto, il contestuale sviluppo, benché ancora frammentario, di un diritto societario europeo, che ha implicato per il nostro Paese l'adesione a scelte legislative e di politica del diritto adottate a livello comunitario.

\* \* \*

L'antitesi *ownership-control* si profila oggi quanto mai di estrema attualità e oggetto di un rinnovato dibattito: i numerosi scandali finanziari che hanno caratterizzato a livello globale le cronache economico-giudiziarie degli ultimi tre lustri – tra tutti basti menzionare i casi Enron, Cirio e Parmalat – hanno infatti evidenziato tutti i limiti del modello efficientista d'impostazione liberista così come concretamente strutturata e imposto un ripensamento del rapporto proprietà-gestione e la conseguente individuazione di un nuovo equilibrio nella governance societaria. Il tratto comune degli episodi menzionati va difatti individuato non tanto in un abnorme potere organizzativo-decisionale in capo al *management*, quanto nell'assenza di un corrispondente, adeguato ed efficiente sistema di controlli, e più specificamente nell'inconsapevolezza e disinteresse dei soci per le scelte gestorie, nonché nell'inerzia – colpevole, talora connivente – dell'organo di controllo interno.

Si impone dunque l'individuazione di un nuovo, più corretto equilibrio tra gli organi societari: quello di correttezza è naturalmente un concetto relazionale, la cui precisa declinazione è inevitabilmente caratterizzata dalla discrezionalità. Diverse sono infatti le modalità astrattamente possibili per incidere sull'equilibrio esistente, a seconda che si vogliano rafforzare i poteri rispettivamente di amministratori, assemblea od organo di controllo, tarando peraltro in misura maggiore o minore il ruolo dell'intervento pubblico.

\* \* \*

La reazione del legislatore comunitario, intesa a riformare i mercati finanziari e restituire agli investitori certezze che ad ora sembrano irrimediabilmente compromesse, si è concretizzata in svariati interventi legislativi tra i quali spicca ovviamente, in tema di *governance*, la Direttiva 2007/36/CE sull'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società per azioni quotate (c.d. Direttiva Shareholders' Rights).

La Direttiva fonda le proprie basi concettuali sulla considerazione che i soci, in quanto titolari delle partecipazioni e quindi proprietari ultimi della società, siano astrattamente i soggetti maggiormente interessati alle sue sorti: se gli azionisti – i membri tutti della compagine, ma ovviamente le attenzioni del legislatore comunitario sono incentrate soprattutto sugli investitori istituzionali – non hanno finora esercitato il ruolo che compete loro, ciò è dovuto agli eccessivi

ostacoli alla partecipazione attiva alle vicende societarie. La Direttiva Shareholders' Rights si pone perciò l'obiettivo di rimuovere gli ostacoli alla partecipazione dei soci, semplificando alcuni adempimenti ad essa preordinati e attribuendo loro maggiori prerogative: azionisti dotati di maggiori poteri saranno più attivi, specie in sede assembleare; potrà così instaurarsi una dialettica virtuosa tra soci e amministratori, e tra maggioranza e minoranza; i soci (di minoranza; specie se qualificata) potranno controllare meglio il *management*; quest'ultimo, sentendosi maggiormente scrutinato, troverà finalmente un contropotere in grado di bilanciarlo.

Obiettivo del presente lavoro consiste dunque nel verificare se la *Shareholders' Rights Directive* si profili strumento idoneo per realizzare gli obiettivi perseguiti dal legislatore europeo, e in particolare se i diritti da essa accordati ai soci siano atti a stimolarne l'attivismo, o se invero si riveli inadeguata a incidere sullo *status quo* di cronico "letargo" caratteristico delle politiche di c.d. apatia razionale.

Nella seconda ipotesi dovranno allora essere individuate, in chiave propositiva e *de iure condendo*, le possibili aree di intervento finalizzate a costruire un più corretto equilibrio tra gli organi, tale da ribilanciare le prerogative attribuite agli amministratori e al contempo conferire più garanzie agli azionisti sulla legittimità delle operazioni gestorie, così da restituire a questi ultimi – e agli altri investitori potenziali – una maggior sicurezza sulla solidità dei mercati finanziari.

\* \* \*

Più specificamente, il capitolo 1 introdurrà la tematica del rapporto tra proprietà e gestione, analizzandone sinteticamente le ragioni storiche e le concrete declinazioni assunte nei differenti sistemi economici. Successivamente verrà tracciato un *excursus* sull'evoluzione della relazione soci-amministratori nell'ordinamento italiano, dall'illustre dibattito tra Ascarelli e Ferri alla l. 262/2005, evidenziando come gli interventi legislativi che hanno fatto seguito all'emanazione del Codice del 1942 (verranno esaminati i principali: c.d. miniriforma del 1974; Testo Unico della Finanza; riforma organica del diritto societario del 2003-04; legge sulla tutela del risparmio) abbiano, consapevolmente o meno, profondamente inciso su questo rapporto.

Il capitolo 2, scientemente più ampio, offrirà nella prima parte una completa ricostruzione dell'*iter* che ha condotto all'emanazione della Direttiva 2007/36/CE sull'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società per azioni quotate (c.d. Direttiva *Shareholders' Rights*), prendendo le mosse dalle ragioni che hanno condotto all'introduzione della stessa, ovvero l'intento di incentivare l'attivismo dei soci ampliando il novero di prerogative ad essi demandate. Tale dettagliata

ricostruzione mirerà a verificare se il percorso dall'enucleazione dei principi cardine della nuova politica comunitaria – che valorizzano la *voice* degli azionisti – all'adozione del testo definitivo della Direttiva sia stato omogeneo e condiviso da tutti gli attori coinvolti, o se invece sia dato rilevare posizioni discordi, in particolare da parte dei protagonisti dei mercati finanziari. Verrà altresì dato conto della recezione della Direttiva nell'ordinamento italiano e dell'impatto che essa potrà esercitare sul rapporto tra proprietà e gestione. Si verificherà quindi se gli esiti si profilano coerenti con gli obiettivi, ovvero se la *Shareholders' Rights* sia idonea ad invertire la tendenza che vede gli investitori, finanche istituzionali, come un "gigante dormiente" razionalmente apatico, disinteressato al merito delle scelte gestorie e al controllo dell'operato dell'organo amministrativo. In particolare, forti dubbi verranno sollevati sull'idoneità della nuova disciplina ad abbattere i costi cognitivi connessi a una partecipazione consapevole dei soci ai lavori assembleari. Per questa e altre considerazioni che verranno sviluppate nel testo, si giungerà dunque alla conclusione che l'idea di stimolare un ruolo attivo dei soci nelle società per azioni, specie se quotate, benché auspicabile, sia utopistica e null'altro che mera chimera. Sarà lecito allora domandarsi se la ricerca, oltremodo opportuna, di un rinnovato sistema di pesi e contrappesi debba essere necessariamente perseguita, anche rinunciando a sollecitare l'attivismo assembleare degli azionisti, correndo così fatalmente il rischio di disegnare attorno alla spa una cornice di sapore istituzionalistico, o se invece non sia invece possibile, in una prospettiva di schietta matrice contrattualistica, rivalutare le prerogative organizzative dei soci per tentare di fare loro assumere quel ruolo centrale nell'individuazione del migliore equilibrio tra poteri e responsabilità che i (soli?) titolari degli interessi gestiti possono rivestire.

Nel capitolo 3 verrà sviluppata la tesi secondo cui il riequilibrio tra gli organi societari e il *restraint* degli amministratori passano necessariamente attraverso l'istituto del controllo interno. In particolare, dopo aver descritto l'evoluzione normativa che ha visto ad oggetto il collegio sindacale, la centralità del requisito dell'indipendenza sostanziale dell'organo e la sua relazione con i meccanismi di nomina dei sindaci da parte delle minoranze, verrà suggerito come l'implementazione del meccanismo di nomina (aumentando la presenza di soggetti non legati alla maggioranza) e il contemporaneo rafforzamento del ruolo dei sindaci espressi dalle minoranze (consentendo che alcune prerogative finora necessariamente vincolate all'attivarsi dei sindaci espressi dalla maggioranza, in particolare il potere di convocare l'assemblea, possano essere demandate anche ai minoritari) possano restituire all'organo l'autorevolezza e l'efficienza che avrebbero dovuto caratterizzarlo fin dalla nascita, e al contempo restituire la fiducia degli investitori

sulla trasparenza del controllo sulla gestione e sul mercato in generale. Ciò si tradurrebbe dunque nell'auspicato rafforzamento – mediato però – della posizione dei soci.



## CAPITOLO PRIMO

### IL RAPPORTO TRA PROPRIETÀ E GESTIONE

Non è agevole tracciare, sia pure per sommi capi, una panoramica d'insieme che descriva il rapporto tra proprietà e gestione nella sua globalità. Tale dicotomia richiama anodinamente i connotati di una relazione che fonda sul dato fattuale economico, e che ha trovato riconoscimento e compiuta disciplina sul piano giuridico, ma ha altresì costantemente sollecitato la dottrina, costituendo uno dei più classici temi di dibattito tra i cultori del diritto societario.

La relazione tra proprietà e gestione, che in termini giuridici si traduce nel rapporto tra i soci e coloro a cui è demandata l'amministrazione, assume infatti connotati peculiari nei diversi tipi societari ed è destinata altresì a far registrare sensibili difformità nel confronto tra tipi omologhi appartenenti a differenti ordinamenti: essa rappresenta infatti il portato delle soluzioni di dettaglio adottate dalle discipline positive nazionali, le quali a loro volta risultano influenzate da opzioni di natura politica che notoriamente risentono di un'innumerabile serie di fattori e sono peraltro passibili di mutare, anche sensibilmente, nel corso del tempo; ciononostante è un inconfutabile dato comune il fatto che la società con azioni quotate sui mercati regolamentati sia universalmente contraddistinta dallo iato, per molti versi fisiologico, tra il *management* e gli azionisti, che si traduce, sia pure in misura variabile, nella dissociazione della gestione dalla proprietà azionaria.

#### 1. *Ownership vs control*: un fenomeno globale e le sue declinazioni

La separazione tra proprietà e gestione costituisce un carattere intrinsecamente connaturato alla grande impresa: tramontata, perlomeno nel mondo occidentale, la fase dell'intervento statale "proattivo" nell'economia inaugurata sin dalla creazione delle due Compagnie delle Indie, e giunta al declino la stagione dell'intervento "reattivo" dello stesso Stato, che ha caratterizzato negli scorsi decenni la politica di diversi Paesi tra cui l'Italia <sup>(2)</sup>, l'esigenza dell'industria di reperire ingenti capitali, spesso indispensabili per consentire la competizione nel contesto di un'economia ormai globalizzata, si è progressivamente incanalata lungo le vie, tra loro complementari, dell'accesso al credito privato e ai mercati regolamentati <sup>(3)</sup>.

---

<sup>(2)</sup> Il riferimento va alla politica di interventismo pubblico a fronte di situazioni di dissesto societario, che conduceva all'ingresso dello Stato nell'azionariato, quando non all'integrale acquisizione statale di società per azioni al fine di salvaguardare i complessi produttivi strategici e i relativi posti di lavoro.

<sup>(3)</sup> «At the turn of the 19<sup>th</sup> century three factors had converged. First, a largely untaxed middle class had amassed a huge amount of wealth over the course of the mid- to late- 19<sup>th</sup> century which needed a home. Second, the registered public

In particolare, a seguito dell'allargamento della base azionaria, accanto agli azionisti-investitori interessati alla conduzione dell'impresa e a una gestione focalizzata su ottiche di lungo periodo, si registra l'ingresso in società di soci-risparmiatori più sensibili alla redditività economica dell'investimento nel breve termine e tendenzialmente indifferenti rispetto alle scelte di carattere amministrativo-organizzativo foriere di risultati nel periodo medio-lungo.

Con la diffusione della *species* “società ad azionariato diffuso” è andato dunque ad affermarsi un modello organizzativo molto differente rispetto alla nozione di società tradizionalmente intesa – e canonizzata nel nostro ordinamento dalla definizione di cui all'art. 2247 c.c. che valorizza l'elemento dell'*esercizio in comune di un'attività economica* – come anche rispetto al *genus* società per azioni, caratterizzato da un livello di concentrazione azionaria tendenzialmente basso, e dall'effettivo controllo demandato a pochi soggetti.

Il primo Paese in cui si è riscontrata la sistematicità del fenomeno e la dissociazione tra proprietà e controllo è stata organicamente studiata <sup>(4)</sup> – il riferimento va naturalmente al contributo di Berle e Means, la cui opera principale, la monografia *The Modern Corporation and Private Property* rappresenta l'imprescindibile punto di partenza della letteratura in tema di *corporate governance* <sup>(5)</sup> – è rappresentato dagli Stati Uniti d'America, ove sin dal finire dell'800 sussistevano tutte le precondizioni per lo sviluppo della grande industria, e dove il concorso di una serie di ragioni di ordine storico, sociale ed economico ha contribuito ad un'emersione del fenomeno più rapida rispetto al contesto europeo continentale.

---

company with its ability to facilitate large-scale investment with minimal risk to the investor was easily available. Third, large-scale projects involving the exploitation of transport and communications technology were emerging to tap into the wealth available for investment. The result was the emergence of a corporation where ownership was separated from control.»: così DIGNAM A., LOWRY J. – *Company Law*, 6<sup>th</sup> edition, Oxford, Oxford University Press, 2010, p. 374. Le società per azioni potrebbero astrattamente mantenere una ristretta base azionaria dotandosi della liquidità loro necessaria ricorrendo al prestito obbligazionario, ma i limiti all'emissione di obbligazioni esistenti in tutti i principali Paesi – finalizzati a evitare un eccessivo indebitamento della compagine – ne inficiano l'idoneità a rappresentare l'esclusiva fonte di finanziamento societaria.

<sup>(4)</sup> Ricordava GALGANO F. – *Lex mercatoria*, Bologna, Il Mulino, 1976, ed. 2001, p. 155 (e n. 33), come già Karl Marx avesse intuito la problematica sottesa alla “separazione fra proprietà e funzione del capitale”.

<sup>(5)</sup> BERLE A.A. JR., MEANS G.C. – *The Modern Corporation and Private Property*, New York, The Macmillan Company, 1932, trad. it. *Società per azioni e proprietà privata*, Torino, Einaudi, 1966.

### *1.1. All'origine del fenomeno: dissociazione tra proprietà e controllo nella grande industria statunitense*

Il crollo finanziario della Borsa di New York del 1929 comportò ripercussioni a livello globale senza precedenti <sup>(6)</sup>; ne conseguì un'immediata reazione politica e l'emanazione di nuove, più severe regole <sup>(7)</sup>, volte a garantire una maggior sicurezza del mercato azionario statunitense, così da scongiurare la futura occorrenza di un simile fenomeno e ripristinare la fiducia degli investitori.

In particolare, il c.d. Glass-Steagall Act del 1933 <sup>(8)</sup> determinò, *inter alia*, la netta separazione delle banche commerciali dalle banche d'investimento e la rigida regolamentazione di queste ultime, che fino al *crack* costituivano il principale veicolo di finanziamento per le imprese di grandi dimensioni, ed erano state fondatamente additate dall'opinione pubblica quali principali responsabili del tracollo borsistico: il legislatore nazionale, recependo istanze invalse tra il pubblico dei risparmiatori, ma soprattutto i *desiderata* delle banche statali e le pressioni delle *lobbies* politiche che ne erano le referenti <sup>(9)</sup>, si fece carico – con una scelta non aliena alle critiche di populismo <sup>(10)</sup> – di sanzionarle con un provvedimento che sostanzialmente le privò per oltre

---

<sup>(6)</sup> Il c.d. *Big Crash* costituisce unanimemente il più clamoroso episodio di fallimento dei mercati azionari ad oggi mai registratosi, perlomeno fino alla recente bancarotta di Lehman Brothers e alla conseguente fase di recessione – ancora in atto – la cui portata non è ad oggi ancora possibile qualificare.

<sup>(7)</sup> Sul piano giuridico il *New Deal* si contraddistinse per la generale statalizzazione della regolamentazione del processo economico.

<sup>(8)</sup> *Banking Act* of 1933, June 16, 1933, Public-No. 66-73d Congress – H.R. 5661, disponibile alla pagina [http://fraser.stlouisfed.org/docs/historical/ny%20circulars/1933\\_01248.pdf](http://fraser.stlouisfed.org/docs/historical/ny%20circulars/1933_01248.pdf).

<sup>(9)</sup> Numerosi fattori hanno concorso alla scelta di limitare fortemente le prerogative delle banche d'affari, come illustra ROE M.J. – *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton, Princeton University Press, 1994, trad. it. *Manager forti, azionisti deboli. Economia, finanza e scelte politiche alle radici della corporate governance*, Milano, Il Sole 24 Ore, 1997, secondo cui il modello di capitalismo affermato negli Stati Uniti rappresenta non tanto il migliore dei modelli possibili, conseguente ad un processo di naturale evoluzione, quanto piuttosto il frutto di precise (benché non necessariamente consapevoli) opzioni politiche (cfr. *Id.*, p. 149: «The historical evidence is that American ideology favored fragmentation, and politically powerful interest groups – primarily small-town bankers in the past and managers today – benefited from that ideology. Political actors sometimes sincerely sought to implement public interest goals – including at times the goal of fragmentation for its own sake, but frequently the more technical public interest goals could have been obtained through other means»). Pur riconoscendo la sinistra coincidenza per cui la relativamente recente riduzione dei vincoli alla libertà operativa delle banche d'investimento ha rappresentato il preludio ad una nuova stagione di scandali finanziari, culminata con il già menzionato fallimento di Lehman Brothers, sarebbe però riduttivo e *naïve* ritenere che l'eccessiva libertà d'azione delle banche d'affari costituisse l'unica causa dei crolli borsistici registratisi.

<sup>(10)</sup> Cfr. ROE M.J. – *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, p. 170: «the Berle-Means corporation cannot be fully explained by economics alone. [...] the politics of financial fragmentation, dominated by federalism, populism, and interest group pressures, pulverized American financial institutions, contributing heavily to the rise of the Berle-Means corporation.». Osserva ROSSI G. – *Capitalismo opaco* (a cura di F. Rampini), Roma-Bari, Laterza, 2005, p. 35: «sono stati i politici e i cittadini a creare il capitalismo americano, quando hanno voluto l'antitrust, hanno lottato contro le concentrazioni, hanno spezzettato gli intermediari finanziari per distruggere il potere bancario a vantaggio del mercato. È stata l'ideologia liberal-democratica a dichiarare guerra alle

sessant'anni del ruolo protagonista, fino a quel momento recitato, di sostenitrici della politica industriale privata.

L'ostracismo nei confronti delle banche d'investimento cagionò immediate conseguenze nella struttura proprietaria della grande industria statunitense: durante la fase di ripresa susseguente alla crisi, le società, spinte dalla reciproca concorrenza, necessitavano di allargare il proprio *business* su scala nazionale – gli Stati Uniti rappresentavano il contesto geografico ideale per la crescita dimensionale delle imprese e lo sfruttamento delle economie di scala, costituendo un territorio estremamente vasto, caratterizzato dall'assenza di confini (e correlative dogane) e dall'utilizzo della medesima divisa valutaria – ma per fare ciò necessitavano di reperire i capitali necessari; essendo venuta meno la possibilità di ottenere finanziamenti dalle banche d'affari, le società si rivolsero allora massivamente al grande pubblico dei risparmiatori <sup>(11)</sup>, dando così origine alla centralità della Borsa e al fenomeno della proprietà diffusa <sup>(12)</sup>.

a) *Disperse ownership* e apatia razionale

Caratteri peculiari del capitalismo statunitense e britannico <sup>(13)</sup>, ovvero dei due principali *outsider systems of corporate governance* <sup>(14)</sup>, sono dunque il ricorso al finanziamento tramite i mercati regolamentati <sup>(15)</sup> e la conseguente estrema frammentazione – a oggi più spiccata per la prima delle due economie – sul fronte proprietario: i maggiori azionisti detengono generalmente

---

concentrazioni fin dal secolo scorso, con lo *Sherman Act.*; il riferimento da ultimo effettuato dall'Autore va allo *Sherman Antitrust Act, July 2, 1890, ch. 647, 26 Stat. 209, 15 USC*, disponibile all'indirizzo <http://www.ourdocuments.gov/doc.php?flash=true&doc=51&page=transcript>.

<sup>(11)</sup> Rispetto all'Europa continentale, ove i collettori tradizionali del risparmio delle famiglie medio-borghesi sono ancora rappresentati dalle banche, negli Stati Uniti il ricorso dei piccoli risparmiatori al mercato borsistico è decisamente superiore e consolidato da decenni.

<sup>(12)</sup> CHIAPPETTA F. – *Diritto del governo societario. La corporate governance delle società quotate*, Padova, CEDAM, 2007, p. 22, condivisibilmente sottolinea come la separazione tra proprietà e controllo realizzi un'ottimale allocazione del rischio, ripartendolo su un'ampia platea di investitori.

<sup>(13)</sup> Per esigenze descrittive in queste pagine viene tracciato un quadro sostanzialmente omogeneo del modello britannico rispetto a quello statunitense; naturalmente, a una più approfondita analisi, gli elementi di distinzione tra i due risultano svariati, e fondano su una differente evoluzione storico-politica: sarebbe dunque un errore ritenerne possibile una piena sovrapposizione.

<sup>(14)</sup> Sulla transizione dei predetti sistemi di *corporate governance* da un orientamento *insider* all'attuale *outsider*, avvenuta nel corso degli anni '80 del secolo scorso, cfr. DIGNAM A., GALANIS M. – *The Globalization of Corporate Governance*, Farnham, Ashgate, 2009, p. 225 ss.

<sup>(15)</sup> Il mercato borsistico anglo-americano, decisamente molto sviluppato e caratterizzato dalla significativa presenza degli intermediari finanziari, ha assunto tradizionalmente una centralità nel sistema economico senza riscontro nei Paesi europei continentali.

percentuali infinitesimali del capitale sociale, molto minori rispetto agli omologhi nelle grandi società per azioni dell'Europa continentale, e sono dunque impossibilitati a esercitare il controllo sulla compagine <sup>(16)</sup>.

A fronte del sostanziale indebolimento degli azionisti si registra un notevole rafforzamento della posizione del *management*: gli amministratori della *public company* non debbono la propria nomina all'elezione da parte di un centro di potere unitario e coordinato, e non sono perciò legati da alcun rapporto fiduciario con un gruppo preconstituito e organizzato di soci <sup>(17)</sup>; l'organo amministrativo, sia pure nel rispetto formale del principio che necessariamente riserva la nomina all'assemblea, si perpetua anzi con meccanismi affini a quelli della cooptazione <sup>(18)</sup>.

La dissociazione tra proprietà e controllo – comunque fisiologica nella grande società, ove esigenze di matrice efficientistica si sostanziano nell'applicazione della regola maggioritario-plutocratica anziché del principio democratico, e nell'esercizio del potere gestorio necessariamente mediato, demandato a un apposito organo – appare dunque negli *outsider systems* accentuata dalla c.d. *rivoluzione manageriale* <sup>(19)</sup>, e determina in definitiva il venir meno del binomio rischio-potere: gli azionisti, che sono i titolari *pro quota* della società finiscono per affidarne la gestione a soggetti terzi, gli amministratori appunto, e a delegare a questi ultimi il potere di decidere delle sorti del loro investimento; l'organo amministrativo invece governa la compagine senza che i suoi componenti abbiano effettuato alcun conferimento e senza che le eventuali conseguenze negative delle proprie decisioni si riflettano su una perdita patrimoniale da parte di chi le assume. Nel capitalismo anglo-americano emerge dunque il problema della separazione del controllo dalla proprietà nel suo paradigma più classico: si pone la necessità di tutelare i soci tutti – come si avrà modo di

---

<sup>(16)</sup> Non è infatti configurabile una stabile maggioranza di controllo, e non si profila come concretamente realizzabile un coordinamento minimo tra coloro che detengono le partecipazioni più significative.

<sup>(17)</sup> È questa la ricostruzione largamente maggioritaria in dottrina; non mancano però illustri voci dissonanti: cfr. ROSSI G. – *Capitalismo opaco*, cit., p. 4, secondo cui l'asserita debolezza dell'azionariato e la corrispondente forza del *management*: «è una sciocchezza. La *public company* è scalabile per definizione. E le scalate, nella maggior parte dei casi, sono ostili ai manager in carica. Il *management* è sempre in pericolo, sotto giudizio, gli risulta difficile perpetuarsi. È per questo che i manager preferiscono patti di sindacato e noccioli duri: per mettersi al riparo».

<sup>(18)</sup> In occasione del rinnovo delle cariche sociali è infatti il *management* in carica a individuare una lista di candidati che verosimilmente costituirà l'unica lista presentata.

<sup>(19)</sup> GALGANO F. – *Lex mercatoria*, cit., p. 155, nota che «Il fenomeno riguarda, inizialmente, le grandi società, con azioni disseminate fra un grande pubblico di azionisti e prive di una stabile maggioranza; poi si diffonde a misura che la direzione della grande impresa assume, con la crescente complessità dei problemi ad essa relativi, più marcati caratteri di alta professionalità. Gli amministratori tendono ad affrancarsi dalla direzione e dal controllo degli azionisti, a presentarsi come una "tecnostuttura" che si auto coopta e che si fa arbitra, a propria discrezione, delle sorti dell'impresa».

sottolineare a breve, anche gli azionisti “di maggioranza minima” <sup>(20)</sup> – nei confronti del vero soggetto che controlla la società, ovvero il *management* <sup>(21)</sup>.

Un sistema di governo societario in cui l’organo gestorio – peraltro composto da soggetti che nella larga maggioranza dei casi non sono nemmeno soci <sup>(22)</sup> – è forte e sostanzialmente indipendente richiede necessariamente idonei contrappesi, tra cui un controllo interno, che negli *outsider systems* si configura all’interno dell’organo di amministrazione (il modello monistico è caratterizzato dal c.d. *one-tier system*, ove, nel *board*, accanto agli *executive directors* siedono i c.d. *non-executive directors*), come anche nel rapporto con l’assemblea.

Nella grande società azionaria, nonostante l’attivismo dell’organo dei soci costituisca un presupposto indispensabile per una corretta *governance*, è dato invece riscontrare come sia invalso, in misura tendenzialmente commisurata alla *disperse ownership*, il fenomeno della c.d. apatia razionale: gli azionisti, incapaci di coordinarsi e più o meno lucidamente avvertendo che le loro concrete possibilità di esercitare un’influenza sull’assunzione delle delibere assembleari sono infinitesimali, si disinteressano del fare uso dei propri diritti amministrativi <sup>(23)</sup>. Tale fenomeno, che si riflette sulla capacità dell’organo di costituire un vigilante controllore delle scelte degli amministratori, risulta peraltro acuito ove le azioni risultino detenute attraverso intermediari e si

---

<sup>(20)</sup> Per “azionisti di maggioranza minima” si fa riferimento a coloro i quali detengono il pacchetto azionario di maggior rilievo, ma che – trattandosi di un’aliquota decisamente inferiore rispetto a quella detenuta dal primo degli azionisti negli *insider systems of corporate governance* propri del capitalismo europeo continentale – sono ben lungi dal poter esercitare il proprio controllo sulla società.

<sup>(21)</sup> È doveroso segnalare che una parte significativa della dottrina statunitense ritiene che lo scarso coinvolgimento dei soci e la netta separazione tra proprietà e controllo costituiscano un aspetto positivo della *governance* delle *public companies*: cfr. per tutti BAINBRIDGE S.M. – *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, in v. 119 Harv. L. Rev., 2006, p. 1735, disponibile all’indirizzo [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=808584](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=808584).

<sup>(22)</sup> *Rectius*, in cui gli amministratori non sono i soci *di riferimento*: come si avrà modo di precisare *infra*, spesso i meccanismi di retribuzione del *management* contemplanò l’assegnazione gratuita di partecipazioni o la possibilità di sottoscrivere azioni a un prezzo predeterminato (le c.d. *stock options*).

<sup>(23)</sup> ARMOUR J., MCCAHERY J.A. – *After Enron: Improving Corporate Law and Modernizing Securities Regulation in Europe and the US*, Amsterdam Center for Law & Economics Working Paper No. 2006-07, disponibile all’indirizzo <http://ssrn.com/paper=910205>, p. 12, chiariscono come «In “outsider” systems of corporate governance, the notion of “shareholder rights” is often used to refer to the extent to which shareholders, if they are so minded, are able to exercise “voice” within the firm to keep managers in check – sometimes referred to as “antidirector rights” [...]. It encompasses not only positive entitlements by shareholders to elect (or remove) the board, veto (or authorize) certain types of transaction and the like, but also correlative restrictions on management’s ability to entrench themselves against shareholder decisions.».

delinei una “catena proprietaria” allungata, determinando generalmente un proporzionale disinteresse per la gestione della società <sup>(24)</sup>.

Da ultimo preme sottolineare come, per poter correttamente inquadrare i termini del dibattito sul governo societario, sia indispensabile tenere a mente che gli *outsider systems* sono storicamente caratterizzati – esplorarne le cause significherebbe andare alle più profonde radici socio-culturali anglo-americane, ivi compresa la *formante* religiosa – rispetto alla tradizione europea continentale, dal ruolo secondario assegnato allo Stato quale regolatore <sup>(25)</sup>, rispetto alla centralità assunta dall’autonomia privata, dalla fiducia nella capacità del mercato di farsi strumento della selezione naturale dei modelli di *business* e di governo societario, e dall’importanza delle sanzioni reputazionali *market based* <sup>(26)</sup>.

## b) I rapporti di agenzia

La relazione e la perlomeno potenziale contrapposizione tra assemblea e organo amministrativo sono state ampiamente oggetto di studio da parte della dottrina, non solo statunitense: in particolare è stato rilevato come, stante la pressoché totale separazione tra proprietà e controllo nella *public company* anglo-americana, l’asimmetria informativa tra organo di gestione e organo assembleare possa assumere connotati decisamente eclatanti. A fronte di detta asimmetria si accresce allora il rischio – ipotesi questa tutt’altro che peregrina, come dimostrano le cronache economico-giudiziarie – che gli amministratori possano voler sfruttare la loro posizione per massimizzare il proprio profitto personale, a danno della società e quindi degli azionisti.

<sup>(24)</sup> Il rilievo è di WONG S. C.Y. – *Why stewardship is proving elusive for institutional investors*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, July/August 2010, disponibile all’indirizzo [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1635662](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1635662), p. 408.

<sup>(25)</sup> Non a caso, perlomeno fino agli anni ’70 del secolo scorso, anche le economie statunitense e britannica, che risultavano allora caratterizzate dalla centralità del ruolo dello Stato e dalla risolutezza di questo nel promuovere significativi interventi regolatori, fossero ancora ritenute due *insider models*: cfr. DIGNAM A., GALANIS M. – *The Globalization of Corporate Governance*, cit., p. 183 ss. (e cfr. p. 241 ss. per l’analisi del ruolo giocato dagli investitori istituzionali nell’evoluzione verso il modello *outsider*).

<sup>(26)</sup> Relativamente ai c.d. *gatekeepers*, ovvero gli intermediari reputazionali cui spettano compiti di verifica e certificazione della bontà dell’informazione prodotta – si usa deliberatamente un’espressione lata e atecnica – dalla società a favore degli investitori (*independent auditors, debt rating agencies, Securities analysts, investment bankers*), COFFEE, J.C. JR. – *Understanding Enron: It’s About the Gatekeepers, Stupid*, 30 luglio 2002, Columbia Law School – The Centre for Law and Economic Studies, Working Paper No. 207, disponibile all’indirizzo [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=325240](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=325240), p. 6, chiarisce che «the gatekeeper as watchdog is typically paid by the party that it is to watch, but its relative credibility stems from the fact that it is in effect pledging a reputational capital that it has built up over many years of performing similar services for numerous clients. In theory, such reputational capital would not be sacrificed for a single client and a modest fee.». *Contra*, gli stessi Berle e Means, prendendo le mosse da posizioni istituzionaliste, notoriamente ritenevano che il corretto equilibrio tra proprietà e controllo avrebbe potuto essere raggiunto solamente grazie all’intervento regolatore dello Stato.

Secondo la notoria e fortunata teoria dei costi di agenzia (*agency theory*)<sup>(27)</sup>, la dissociazione fra proprietà e controllo necessita allora – soprattutto ove questa sia netta, e dunque in situazioni di azionariato disperso<sup>(28)</sup> – di essere composta tramite l’allineamento degli interessi del *management* (*agent*) con quelli della società (*principal*)<sup>(29)</sup>: storicamente, ciò è avvenuto tramite espedienti a carattere convenzionale<sup>(30)</sup>, ovvero attraverso meccanismi di incentivi volti a parametrare la remunerazione alla *performance* societaria, nonché grazie a soluzioni *market based*, quali l’esistenza di un mercato fluido (si parla di *market for corporate control*), ove le acquisizioni sono rese possibili e gli amministratori sono spinti a operare negli interessi della società onde evitare che la compagine subisca un *takeover* ostile e il ricambio dei vertici che solitamente ne consegue.

---

<sup>(27)</sup> JENSEN M.C., MECKLING W.H. – *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 (4) *Journal of Financial Economics*, October 1976, p. 305, disponibile al seguente indirizzo Internet: <http://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>. Osservano, correttamente, DIGNAM A., LOWRY J. – *Company Law, cit.*, p. 387: «agency cost theory found a ready audience as institutional investors (pension funds, insurance companies and investment funds) grew to become the largest shareholders in the USA and the UK. These institutional investors preferred market-oriented solutions because they minimized the monitoring costs they would otherwise incur. Shareholder-oriented accountability became the active focus of institutional investors with the promotion of agency cost-reducing monitoring mechanisms such as share options, non-executive directors and hostile takeovers during the 1980s.».

<sup>(28)</sup> Come si vedrà a breve, nella grande società per azioni di stampo europeo continentale, ove è generalmente possibile individuare un solido centro d’interessi che stabilmente controlla la società, il problema dell’allineamento degli interessi degli amministratori con quelli della compagine risulta meno pressante, in quanto coloro che sono chiamati a gestire la società costituiscono sostanzialmente l’espressione della maggioranza assembleare, ovvero del gruppo di controllo, e ad esso risponderanno.

<sup>(29)</sup> «For public companies, the principal-agent problem arises in the relationship between shareholders and management, a relationship which can only be efficient if the interests of the management and the investors can be appropriately aligned. The challenge is how to ensure that the agent (management) acts in the best interests of the principal (the shareholders), in conditions where their respective interests may diverge, where management enjoys an informational advantage and where shareholding may be so diffuse as to restrict the scope for collective action and control.»: così COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES – *Commission Staff Working Document, Annex to the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the exercise of voting rights by shareholders of companies having their registered office in a Member State and whose shares are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2004/109/EC – Impact Assessment, COM(2005)685 final*, Brussels, 17.02.2006, ref. SEC(2006)181, disponibile al seguente indirizzo Internet [http://ec.europa.eu/governance/impact/ia\\_carried\\_out/docs/ia\\_2006/sec\\_2006\\_0181\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/governance/impact/ia_carried_out/docs/ia_2006/sec_2006_0181_en.pdf), p. 6.

<sup>(30)</sup> Ciò non stupisce, in quanto la *corporation* stessa viene vista come un *nexus of contracts* (cfr. ALCHIAN A.A., DEMSETZ H., *Production, Information Costs, and Economic Organization*, in 65 (5) *American Economic Review*, 1972, p. 777), ovvero il frutto di una serie di accordi intervenuti tra gli azionisti – i quali vengono ritenuti per la prima volta i soggetti più idonei al monitoraggio sulla gestione – e il *management*. Cfr. DIGNAM A., LOWRY J. – *Company Law, cit.*, p. 384: «a monitoring agent is needed if the team is to be efficient. The shareholders are thus given this role in the firm. [...] In essence all the others within the team (employees and creditors) have contracted for a fixed sum. The shareholders have no such security, they might get nothing, and so have the incentive to monitor»; per una disamina critica della *Nexus of Contracts Theory* cfr. MARCHETTI C. – *La “nexus of contracts theory”. Teorie e visioni del diritto societario*, Milano, Giuffrè, 2000.

La problematica dei rapporti di agenzia e dei relativi costi risulta peraltro interconnessa con uno dei più classici (e insidiosi) temi del diritto dell'impresa, ovvero quello dell'interesse sociale, che l'*agent* è chiamato a massimizzare<sup>(31)</sup>: ai fini del presente lavoro non è necessario dare conto del relativo dibattito dottrinale e della storica contrapposizione manichea tra sostenitori delle tesi contrattualiste e propugnatori delle posizioni istituzionaliste, che oggi giorno sarebbe insensato riproporre in termini così ideologicamente connotati<sup>(32)</sup>; ci si limita a rilevare come, sia pure con le

<sup>(31)</sup> «In definitiva, possiamo dire che il problema del governo societario ne presuppone necessariamente un altro: quello, notissimo e tradizionale, dell'interesse sociale. Si tratta di stabilire quale sia, in ogni caso e prima di tutto, l'interesse della società che gli amministratori sono chiamati a perseguire. La risposta tradizionale è, come si sa, che gli amministratori devono perseguire l'interesse dei soci. Ma poi viene subito spontaneo chiedersi di quali soci: della maggioranza dei soci, di una particolare maggioranza, o della maggioranza ma mediato e composto con quello delle minoranze (o solo delle minoranze qualificate?): così STELLA RICHTER JR. M. – *Note preliminari sui problemi della corporate governance*, in Riv. Not., 2000, p. 618.

<sup>(32)</sup> In estrema sintesi e scontando una certa semplificazione, nell'accezione più pura ed antinomica le due visioni, contrattualistica e istituzionalistica, considerano rispettivamente la società quale mero contratto, accordo tra più soggetti finalizzato a massimizzare il valore delle azioni, e come ente che, una volta creato, è dotato di una propria autonomia e persegue scopi ulteriori rispetto a quelli dei soci. La visione istituzionalistica "forte" considerava legittima e doverosa l'ingerenza dello Stato nella vita societaria per curare che questa operasse in una maniera consona al raggiungimento degli obiettivi per cui era stata costituita: essendo stata abbracciata dalle ideologie totalitarie dei governi nazifascisti, a partire dal Secondo Dopoguerra venne abbandonata dalla dottrina italiana (in senso critico rispetto alle teorie istituzionalistiche tradizionali, cfr. per tutti JAEGER P.G. – *L'interesse sociale*, Milano, Giuffrè, 1964) a favore di un approccio volto a valorizzare esclusivamente le ragioni del contratto; risulta però innegabile che numerosi istituti e soluzioni adottati nel corso delle successive riforme avessero chiaramente un sapore istituzionalista – *rectius*, non trovassero giustificazione nell'ambito di una ricostruzione sistemica schiettamente contrattualista – sia pur "debole", in quanto inquadrato in un paradigma di matrice contrattuale. Nel senso del superamento della rigida contrapposizione tra istituzionalismo e contrattualismo, cfr. OPPO G. – *Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni*, in Riv. Dir. Civ., 2003, p. 471, che a p. 486 afferma che «la società per azioni è ormai una struttura imprenditoriale aperta, con propria attività e organizzazione [...] Una simile struttura ha chiaramente un prevalente carattere istituzionale e non contrattuale», ma riconosce altresì (*Id.*, p. 487) «Eppure nella società pluripersonale emergono residui di contrattualità non facilmente coordinabili con una concezione istituzionale.»; cfr. inoltre COTTINO G. – *Contrattualismo e istituzionalismo (variazioni sul tema da uno spunto di Giorgio Oppo)*, in Riv. Soc., 2005, p. 709; l'Autore (*Id.*, p. 706) critica in particolare l'«antiistituzionalismo intransigente e istituzionalmente teorizzato», sottolineando (*Id.*, p. 708) che «l'intervento pubblico è stato una costante dal momento in cui la fatale endemicità dei cicli negativi dell'economia capitalistica ha reso necessarie operazioni di salvataggio [...]»: di fronte a questi «germi ed elementi di natura istituzionalizzante [...] perde probabilmente d'importanza il dirsi paladini dell'una o dell'altra teoria». Secondo LIBERTINI M. – *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003. Appunti per un corso di diritto commerciale*, in Riv. Dir. Soc., 2008, p. 200, «le due prospettive teoriche colgono aspetti diversi della realtà, per cui non sarebbe corretto affermare, in termini generali, che l'una è realistica e l'altra finzionistica, o viceversa. Piuttosto si deve osservare che la dialettica fra la società come contratto e la società come istituzione rispecchia una corrispondente alternanza di fatti reali e di significati, che può cogliersi nella stessa teoria socioeconomica dell'impresa.» L'Autore (*Id.*, p. 201) afferma peraltro essere «ragionevole prospettare l'ipotesi che le due grandi opzioni sistematiche che percorrono la storia del diritto societario (contrattualistica e istituzionalistica) siano ambedue valide, ma si attagliano a realtà diverse; così, in prima approssimazione, può pensarsi che la ricostruzione contrattualistica si adatti alle società di persone e quella istituzionalistica alle società di capitali.»: non più però nei termini di un istituzionalismo radicale, bensì (*Id.*, p. 204) un «neo-istituzionalismo debole», precisando che (*Id.*, p. 233) «una ricostruzione normativa in termini istituzionalistici deve intendersi non nel senso che la società sia strumento per la realizzazione di interessi sociali non egoistici, bensì nel senso che essa è strumento per l'efficiente gestione di imprese.» Merita infine rilevare come VISENTINI G. – *L'evoluzione della legislazione sulle società per azioni e la recente riforma*, in Dir. Fall., 2012, p. 588 consideri la legge Draghi quale «primo segno di un nuovo orientamento, volto a ridurre i condizionamenti dell'azionariato, e quindi la protezione dell'azionariato diffuso, sulla direzione, in una prospettiva che poi sarà chiamata *neoliberalismo*; in una azione più istituzionale che contrattuale della società.»; secondo l'Autore (*Id.*, p. 597), la riforma organica delle società per azioni «delinea un modello istituzionale, non contrattuale», in ragione della «pratica immunità in cui vengono a trovarsi i gestori».

dovute approssimazioni, negli Stati Uniti il contrattualismo trovi riflesso nella teoria di matrice liberista dello *Shareholder Value* (o *Stockholder Theory*), compiutamente enunciata per la prima volta da Milton Friedman <sup>(33)</sup> e affermatasi nel corso degli ultimi due decenni del secolo scorso, secondo cui la società sarebbe finalizzata alla sola massimizzazione degli interessi degli azionisti <sup>(34)</sup>: l'obiettivo dell'efficienza dell'impresa viene perseguito incrementando il valore delle azioni, senza che necessiti tenere in conto alcun altro fattore che non sia l'unico limite del rispetto della legge.

In aperta contrapposizione con la teoria dello *Shareholder Value* e maggiormente permeabile nei confronti di una prospettiva istituzionalista è invece la c.d. *Stakeholder Theory*, di cui è riconosciuto alfiere Edward Freeman <sup>(35)</sup>: tale teoria dell'impresa abbraccia una concezione più lata di interesse sociale, ritenendo che la massimizzazione di quest'ultimo si ottenga tenendo necessariamente conto delle istanze dei soggetti che a vario titolo interagiscono con la società; la *Stakeholder Theory*, successivamente evolutasi e ribattezzata dal suo stesso principale sostenitore

---

<sup>(33)</sup> Cfr. in particolare FRIEDMAN M. – *Capitalism and Freedom*, Chicago, The University of Chicago Press, 1962, trad. It. *Capitalismo e libertà*, Firenze, Vallecchi editore, 1967. Per un sintetico ma esaustivo *excursus* relativo alle correnti di pensiero nordamericane che hanno esplorato i temi del rapporto tra proprietà e gestione e dell'interesse sociale si rinvia ad ANGELICI C. – *Le "minoranze" nel decreto 58/98: «tutela» e «poteri»*, in Riv. dir. comm., 1998 (successivamente pubblicato in ANGELICI C. – *Attività e organizzazione. Studi di diritto delle società*, Torino, Giappichelli, 2007, p. 123), p. 209 ss.

<sup>(34)</sup> FRIEDMAN M. – *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, The New York Times Magazine, September 13, 1970, disponibile all'indirizzo <http://www.colorado.edu/studentgroups/libertarians/issues/friedman-soc-resp-business.html>. L'Autore, prendendo le mosse dal presupposto fondante dell'*agency theory* («in his capacity as a corporate executive, the manager is the agent of the individuals who own the corporation or establish the eleemosynary institution, and his primary responsibility is to them.») critica l'incoerenza delle teorie che affermano la responsabilità sociale d'impresa («What does it mean to say that the corporate executive has a 'social responsibility' in his capacity as businessman? If this statement is not pure rhetoric, it must mean that he is to act in some way that is not in the interest of his employers.»), a meno che non si voglia adottare una visione di stampo socialista, ai sensi della quale la determinazione dell'allocazione delle risorse dovrà avvenire seguendo logiche politiche e non di mercato. Coerentemente con le proprie premesse, invero non aliene dall'ideologismo, l'Autore conclude il proprio ragionamento affermando che «the doctrine of 'social responsibility' taken seriously would extend the scope of the political mechanism to every human activity. It does not differ in philosophy from the most explicitly collectivist doctrine. It differs only by professing to believe that collectivist ends can be attained without collectivist means. That is why, in my book *Capitalism and Freedom*, I have called it 'fundamentally subversive doctrine' in a free society, and have said that in such a society 'there is one and only one social responsibility of business – to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game, which is to say, engages in open and free competition without deception or fraud.'». Sulle ragioni addotte rispettivamente a sostegno e a sfavore della teoria della creazione di valore, nonché per un sintetico *excursus* diacronico sul grado di consenso dalla stessa raccolto, specialmente negli Stati Uniti, cfr. PELLICELLI M. – *Shareholder Value Theory*, in P. Mella, D. Velo, *Creazione di valore, corporate governance e informativa societaria*, Milano, Giuffrè, 2007, p. 183.

<sup>(35)</sup> Cfr. FREEMAN R. E. – *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston, Pitman, 1984, nonché FREEMAN R. E., MCVEA J. – *A Stakeholder Approach to Strategic Management*, 2001, disponibile all'indirizzo [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=263511](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=263511), successivamente pubblicato anche in M.A. Hit, R.E. Freeman, J.S.Harrison (edited by), *The Blackwell Handbook of Strategic Management*, Oxford, Blackwell Publishing, 2001. In lingua italiana, cfr. FREEMAN R. E., RUSCONI G., DORIGATTI M. (a cura di) – *Teoria degli stakeholder*, Milano, FrancoAngeli, 2007.

*Corporate Stakeholder Responsibility* <sup>(36)</sup> valorizza il contemperamento dei principi economico-finanziari col rispetto di canoni etici e sociali e privilegia necessariamente ottiche di sostenibilità nel lungo periodo <sup>(37)</sup>. Sarà quest'ultima teoria a riscuotere nettamente maggiori consensi alla lunga distanza – l'efficacia e la sostenibilità della *Stockholder Theory* risultano infatti sconfessate dai numerosi fallimenti di mercato ascrivibili, almeno parzialmente, all'adozione di politiche di breve periodo in applicazione della teoria della massimizzazione dello *Shareholder Value* <sup>(38)</sup> – benché non abbia a oggi trovato accoglimento nella legislazione di alcun Paese, stante la radicalità della posizione di principio assunta, ovvero la parità degli interessi terzi rispetto a quello degli azionisti <sup>(39)</sup>. Il principale merito della teoria della responsabilità sociale d'impresa consiste nell'aver aperto un rinnovato dibattito, dalla notevole risonanza anche in ambito comunitario <sup>(40)</sup>, sull'interesse sociale e sull'opportunità di superare le posizioni appiattite esclusivamente sul perseguimento della

---

<sup>(36)</sup> Cfr. FREEMAN E.R., RAMAKRISHNA VELAMURI S. – *A New Approach to CSR: Company Stakeholder Responsibility*, 2005, disponibile all'indirizzo [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1186223](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1186223).

<sup>(37)</sup> Si noti come anche quest'ultima teoria non neghi la centralità dello scopo di lucro, bensì consideri essere la strategia più razionale quella che non si limita a rispettare il principio di legalità, ma tiene in conto *anche* gli interessi degli *stakeholders*: naturalmente l'opzione da parte dell'impresa di comportarsi come un soggetto socialmente responsabile incide direttamente sulla prospettiva temporale di realizzazione dello scopo di lucro.

<sup>(38)</sup> Cfr., *infra*, par. 1.1.3.

<sup>(39)</sup> Si noti peraltro che tale teoria richiede al *management* di misurare e massimizzare i risultati in ragione della c.d. *triple bottom line: persons, planet and profits*, ma questa combinazione di istanze sociali, ecologiche e finanziarie non costituisce la negazione dell'*agency theory*, bensì ne è la conferma, sia pure individuando un triplo *principal* nei cui confronti l'*agent* deve rispondere.

<sup>(40)</sup> Cfr. COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese – Libro verde*, Bruxelles, 18 luglio 2001, COM(2001) 366 definitivo, disponibile all'indirizzo [http://www.csspd.it/download/ALLEGATI CONTENUTI/csrgreenpaper\\_it.pdf](http://www.csspd.it/download/ALLEGATI CONTENUTI/csrgreenpaper_it.pdf), la successiva COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Comunicazione della Commissione relativa alla Responsabilità sociale delle imprese: un contributo delle imprese allo sviluppo sostenibile*, Bruxelles, 2 luglio 2002, COM(2002) 347 definitivo, disponibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2002:0347:FIN:IT:PDF>, nonché PARLAMENTO EUROPEO – *Risoluzione del Parlamento europeo sulla comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo: Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire (COM(2003) 284 – C5-0378/2003 – 2003/2150(INI))*, n. P5\_TA (2004)0346, pubblicato in GUUE C104E del 30 aprile 2004, p. 714, disponibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2004:104E:0714:0720:IT:PDF>, *sub* Considerando E, p. 715, ai cui sensi «le imprese hanno una responsabilità sociale; [...] la questione della responsabilità sociale delle imprese sta assumendo in particolare in alcuni settori una dimensione strategica, poiché i cittadini guardano alle imprese non più solo nella loro qualità di potenziali consumatori, ma esigono garanzie rispetto alla protezione dell'ambiente, al rispetto delle norme fondamentali in materia di protezione del lavoro e alla partecipazione». Le istituzioni comunitarie, pur sempre in una prospettiva di apertura verso la *Corporate Social Responsibility*, hanno però recentemente posto in discussione l'impostazione inizialmente abbracciata: cfr. COMMISSIONE EUROPEA – *Strategia rinnovata dell'UE per il periodo 2011-14 in materia di responsabilità sociale delle imprese – Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle Regioni*, Bruxelles, 25 ottobre 2011, COM(2011) 681 definitivo, disponibile al seguente indirizzo Internet: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0681:FIN:it:PDF>.

massimizzazione del valore delle azioni nel breve periodo, per abbracciare un'ottica tesa a uno *sviluppo sostenibile*.

La teoria giuridico-economica che risulta ad oggi espressamente riconosciuta da diversi legislatori nazionali <sup>(41)</sup> – non però in Italia <sup>(42)</sup> – è invero quella del c.d. *Enlightened Shareholder Value*, che si pone idealmente nel mezzo tra le due opposte concezioni propugnate da Friedman e Freeman, prendendo le mosse dalla centralità della massimizzazione del valore delle azioni, ma accogliendone un'interpretazione *illuminata*, che non sconfessa la priorità della creazione di valore per gli azionisti, ma che al contempo accoglie l'idea che debbano *anche* essere presi in considerazione interessi terzi rispetto a quello degli azionisti – la cui concreta individuazione andrà rimessa all'organo gestorio – senza la pretesa che questi debbano però assumere un valore paritario rispetto a quello degli azionisti di vedere massimizzato il valore del proprio investimento.

Anche la teoria dell'*Enlightened Shareholder Value* incide direttamente sulla prospettiva temporale della realizzazione dello scopo di lucro, necessitando di privilegiare ottiche di lungo

---

<sup>(41)</sup> Cfr. in tal senso la Section 172 del Companies Act 2006, secondo cui gli amministratori debbono perseguire la promozione del successo della società, tenendo conto *inter alia* degli interessi di dipendenti e fornitori, nonché dell'impatto delle scelte gestorie sulla comunità locale e sull'ambiente: *Companies Act 2006, Section 172 – Duty to promote the success of the company*. [1.] *A director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole, and in doing so have regard (amongst other matters) to – (a) the likely consequences of any decision in the long term, (b) the interests of the company's employees, (c) the need to foster the company's business relationships with suppliers, customers and others, (d) the impact of the company's operations on the community and the environment, (e) the desirability of the company maintaining a reputation for high standards of business conduct, and (f) the need to act fairly as between members of the company*. [2.] *Where or to the extent that the purposes of the company consist of or include purposes other than the benefit of its members, subsection (1) has effect as if the reference to promoting the success of the company for the benefit of its members were to achieving those purposes*. [3.] *The duty imposed by this section has effect subject to any enactment or rule of law requiring directors, in certain circumstances, to consider or act in the interests of creditors of the company*. È possibile prendere lettura della norma e delle relative *annotations* al seguente indirizzo: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/section/172>. La norma, entrata in vigore l'1 ottobre 2007, andava peraltro a sostituire la previsione di cui al Companies Act 1985, sec. 309, che già considerava come pertinente all'interesse sociale l'attenzione per le istanze dei dipendenti (*Section 309 – Directors to have regard to interests of employees*. [1.] *The matters to which the directors of a company are to have regard in the performance of their functions include the interests of the company's employees in general, as well as the interests of its members*. [2.] *Accordingly, the duty imposed by this section on the directors is owed by them to the company (and the company alone) and is enforceable in the same way as any other fiduciary duty owed to a company by its directors*. [3.] *This section applies to shadow directors as it does to directors*. Il testo dell'articolo è disponibile all'indirizzo <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1985/6/section/309/enacted>: tale ultima previsione legislativa, che confermava quanto già previsto dal Companies Act 1980, secondo GALGANO F. – *Lex mercatoria*, cit., p. 159, andava a spezzare «l'antico rapporto di servizio del *management* rispetto alla proprietà del capitale».

<sup>(42)</sup> LIBERTINI M. – *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003*. *Appunti per un corso di diritto commerciale*, cit., p. 235, interpreta il silenzio del legislatore italiano del 2003 in tema di *Corporate Stakeholder Responsibility* e di grado di vincolatività dello scopo lucrativo della società come indifferenza o larvata ostilità nei confronti di tale teoria – che ritiene invece essere stata sostanzialmente accolta anche nell'ordinamento comunitario, benché non risulti ancora tradotta in fonti normative formali – e bolla tale scelta (*rectius*, tale *non scelta*) come sintomo di scarsa lungimiranza.

periodo che permettano il raggiungimento di obiettivi ulteriori rispetto alla mera massimizzazione del valore delle azioni <sup>(43)</sup>.

### 1.2. Struttura proprietaria nell'Europa continentale: la dialettica maggioranza-minoranza

L'altra grande forma di capitalismo, alternativa a quella invalsa nel mondo anglo-americano è rappresentata dal c.d. modello renano-nipponico di governo societario, a cui è riconducibile, sia pure mantenendo alcune peculiarità sue proprie, lo stesso modello economico italiano: si tratta di un c.d. *insider model of corporate governance*, caratterizzato dal limitato ricorso ai mercati finanziari – il mercato borsistico rimane di conseguenza di dimensioni modeste – e dalla centralità del finanziamento attraverso il capitale di debito, quasi esclusivamente tramite il canale bancario; tendenzialmente, la detenzione delle azioni non assume il carattere della *disperse ownership* e il pacchetto azionario di controllo risulta concentrato nelle mani di un azionista di riferimento o di una coalizione stabile di azionisti (tra cui vanno annoverati, oltre alle persone fisiche, altre società, compagnie di assicurazioni, ma soprattutto banche – si parla anche di sistemi *bank oriented*, per la centralità del sistema creditizio nel sostenere la finanza d'impresa).

Negli *insider systems* il rapporto tra proprietà e gestione si configura tradizionalmente all'esterno dell'organo amministrativo: la gestione e il controllo su di essa vengono svolti da due organi distinti (modello dualistico o *two-tier system* <sup>(44)</sup>).

---

<sup>(43)</sup> In questo senso, la teoria dell'*Enlightened Shareholder Value* può essere letta come una sorta di posizione contrattualista "illuminata", non appiattita su scelte di breve periodo quale è la massimizzazione del valore di borsa delle azioni e del profitto dei soci (più precisamente, dei soli soci *attuali*), che incentiverebbe condotte opportunistiche quali l'acquisto e la subitanea cessione delle partecipazioni al fine di percepire la differenza della transazione. In proposito, DIGNAM A., LOWRY J. – *Company Law*, cit., p. 409, rilevano: «the report of the CLRSG [Company Law Review Steering Group], the BR [Business Review] and the Company Act 2006 codification of directors' duties are important because, although they may do little to really disturb the status quo, they do succeed in formally legitimising stakeholder issues in the business community.».

<sup>(44)</sup> Ritiene che il sistema dualistico possa contribuire a ridurre la dissociazione tra proprietà e gestione TUCCI A. – *Il ruolo dei soci e i patti parasociali*, in A.G.E., 2007, p. 450 ss., secondo cui (*Id.*, p. 450) «il consiglio di sorveglianza viene sì a costituire un 'diaframma' fra i soci e gli amministratori», ma «Questo diaframma risulta peraltro 'insincero', poiché il consiglio di sorveglianza è, tendenzialmente, espressione dei soci di controllo e, per di più, risulta da questi 'manovrabile', giusta la regola della revocabilità anche senza giusta causa»: il consiglio di sorveglianza rappresenterebbe dunque (*Id.*, p. 451) «non già uno strumento di separazione del controllo dalla gestione, ma, al contrario, la cinghia di trasmissione del controllo, garantendo pur sempre un rapporto 'di confidenza', ancorché, per così dire, mediato, fra un determinato assetto proprietario e i gestori. [...] Paradossalmente, dunque, l'adozione del modello dualistico potrebbe in astratto, avere l'effetto di consolidare il controllo, sia pure indiretto, dei soci (di riferimento) sulla gestione, pur senza alterare la formale ripartizione di competenze fra gestori e controllori.», a maggior ragione ove lo statuto attribuisca al consiglio di sorveglianza vere e proprie competenze gestorie; dello stesso avviso pare essere anche LIBERTINI M. – *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003. Appunti per un corso di diritto commerciale*, cit., p. 224 ss, nonostante non lesini critiche alla disciplina positiva italiana che ha introdotto tale modello gestorio, perlomeno ove essa non sia integrata da disposizioni statutarie che attribuiscono al consiglio di sorveglianza le c.d. funzioni di alta amministrazione.

Anche nel modello renano-nipponico va registrata la separazione tra proprietà e controllo, benché questa sia indubbiamente meno netta rispetto agli *outsider systems*: l'asimmetria informativa, e il potenziale conflitto d'interessi che ne consegue, non si determinano tanto tra *management* e azionisti, bensì tra azionisti di controllo, di cui l'organo amministrativo è espressione <sup>(45)</sup>, e soci di minoranza (*strong blockholders* e *weak minority shareholders*). Corrispondentemente, le istanze che necessitano di una tutela non sono quelle di tutti gli azionisti, ma dei soli soci di minoranza: specialmente ove la maggioranza azionaria sia particolarmente solida non è infatti concretamente configurabile la fattispecie del compimento da parte dell'organo amministrativo di atti gestori abusivi a danno degli azionisti tutti, mentre è ben più elevato il rischio che si perpetrino un abuso da parte degli amministratori – concordato con la maggioranza che li ha nominati – a danno della sola minoranza <sup>(46)</sup>.

In Italia il grande capitalismo conserva ad oggi un carattere spiccatamente familiare; nelle principali società il controllo risulta essere saldamente assicurato da strutture piramidali, patti parasociali nonché dalla detenzione incrociata di partecipazioni da parte di un piuttosto ristretto gruppo di finanzieri <sup>(47)</sup>. Altro elemento peculiare del sistema-Italia era storicamente – ed è tuttora, sebbene in misura minore rispetto ai passati decenni – rappresentato dalla presenza dello Stato tra gli azionisti di controllo di innumerevoli società; nemmeno la stagione di privatizzazioni che ha contraddistinto il primo decennio del nuovo millennio ha saputo dare i natali a *public companies* ad azionariato diffuso sul modello di quelle statunitensi, avendo nella quasi totalità dei casi condotto

---

<sup>(45)</sup> A fronte della sussistenza di una stabile maggioranza di controllo, la posizione di coloro a cui è affidata la gestione non risulta altrettanto egemone come nel modello capitalistico anglo-americano: il *management* non ha infatti la forza per tentare di imporre una propria lista di candidati in sede di rinnovo delle cariche sociali; sarà invece la maggioranza assembleare a nominare – e, ove insoddisfatta, a rimuovere – gli amministratori. Del pari, il flusso informativo tra amministratori e soci di maggioranza sarà costante e completo.

<sup>(46)</sup> Il dato è pacifico: cfr. per tutti LIBERTINI M. – *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003. Appunti per un corso di diritto commerciale, cit., sub n. 58, p. 221.* Contrariamente rispetto al modello di matrice anglo-americana, negli *insider systems* peraltro, stante l'elevato livello di coesione delle maggioranze di controllo, risulta estremamente più elevata la difficoltà che si registrino fruttuosi tentativi di *takeover*, che preluderebbero a una sostituzione degli amministratori – pericolo quest'ultimo che nelle società ad azionariato estremamente disperso proprie degli *outsider systems* dovrebbe costituire un notevole incentivo perché il *management* autocooptatosi allinei i propri interessi con quelli della società.

<sup>(47)</sup> Tali caratteri del sistema economico italiano, assieme con alcune altre notorie disfunzioni, *in primis* l'eccessiva durata dei procedimenti giudiziari e l'alta incidenza del carico fiscale, fungono purtroppo da disincentivi agli investitori stranieri, i quali tendenzialmente vanno a prediligere l'idea di orientarsi su investimenti in Paesi differenti.

al rafforzamento di quelli che già erano azionisti privati strategici, in particolare banche e compagnie di assicurazioni <sup>(48)</sup>.

Più in generale, può dirsi che la pur peculiare posizione assunta dallo Stato in Italia quale attore nell'economia è specchio di una tendenza comune a tutti gli *insider systems*, ove all'interlocutore pubblico è attribuita una centralità sconosciuta nei Paesi anglo-americani; lo Stato ha un ruolo preponderante non solo nell'elaborazione delle regole giuridiche, ma anche nell'*enforcement* delle stesse, mentre risultano sensibilmente meno radicate rispetto alle esperienze d'oltremare le sanzioni reputazionali basate sulla cultura dell'etica e sulla censura morale da parte della *business community*.

Nonostante nei sistemi europei continentali l'azionariato non risulti altrettanto disperso come nel modello anglo-americano, la coesione da parte della maggioranza di controllo costituisce una delle concause che determinano anche in questo secondo contesto l'assenteismo del capitale monetario <sup>(49)</sup>: l'apatia degli investitori – e nello specifico, l'inerzia rispetto alla possibilità di adottare forme di coordinamento che permettano la comunicazione tra gli azionisti minoritari, che in aggregato rappresenterebbero spesse volte la maggioranza assembleare, o perlomeno un'aliquota tale da poter esercitare alcuni diritti riservati alle minoranze qualificate <sup>(50)</sup> – si traduce poi nella

---

<sup>(48)</sup> Con la consueta lucidità, ROSSI G. – *Capitalismo opaco*, cit., p. 35 chiosa: «In America i manager sono forti perché a contare sono i mercati finanziari. In Italia la proprietà è forte perché pesa di più il controllo delle banche. In un sistema di mercati aperti le dinastie del capitalismo italiano non avrebbero potuto mantenere il loro potere.».

<sup>(49)</sup> Cfr. COMMISSIONE EUROPEA – *Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, Libro verde, Bruxelles, 5 aprile 2011, COM(2011) 164 definitivo, disponibile al seguente indirizzo Internet: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0164:FIN:IT:PDF>, p. 19: «È difficile che gli azionisti di minoranza scelgano di impegnarsi in società dove sono presenti azionisti di controllo, secondo un modello di governo societario che rimane predominante in Europa. [...] L'impegno da parte degli azionisti di minoranza può rivelarsi particolarmente difficile in società dove è presente un azionista dominante o di controllo che, normalmente, è rappresentato anche nel consiglio di amministrazione.». L'assenteismo dei soci di società per azioni ha radici molto antiche: GALGANO F. – *Lex mercatoria*, cit., p. 214, riporta che «La regolazione giuridica della società anonima seguì, nel corso dell'Ottocento, uno sviluppo che puntava all'espansione della cosiddetta "democrazia azionaria", ossia alla collaborazione nella gestione dell'impresa fra capitale dirigente e capitale monetario. Si disegnò un modello di società per azioni che rendeva possibile – quanto meno in astratto – il più ampio dibattito tra i soci: ciascun socio, anche di minoranza, era messo in condizione di interloquire sulla gestione sociale e, anzi, su ciascun affare della società. La minoranza poteva, chiedendo la convocazione dell'assemblea, provocare un dibattito assembleare su qualsiasi argomento, anche il più dettagliato, attinente all'esercizio dell'impresa sociale; e la maggioranza era, di conseguenza, costretta a rendere conto in assemblea, in contraddittorio con la minoranza, di ciascuna scelta compiuta nella direzione degli affari sociali.». Questo disegno era sostanzialmente fallito, «frustrato per un verso dal "potere dittatoriale" del capitale di comando e, per altro verso, dall'assenteismo del capitale monetario.».

<sup>(50)</sup> Si pensi, a titolo di esempio, ai diritti di esercitare l'azione sociale di responsabilità (art. 2393-bis c.c.), di avviare il controllo giudiziario sull'amministrazione (art. 2409 c.c.) e di effettuare denunce al collegio sindacale ottenendo che l'organo di controllo si attivi senza ritardo, così da riferire all'assemblea alla prima occasione utile (art. 2408 c.c.).

mancata partecipazione assembleare, che determina l'abbassamento della soglia per l'esercizio del controllo di fatto della società <sup>(51)</sup>.

\* \* \*

Dalle pagine che precedono, pur evidenziando le differenze, talora sensibili, tra differenti modelli di capitalismo, emerge il dato comune dell'assenza di una presenza attiva dei soci, e quindi dello scarso attivismo dell'organo assembleare nel suo complesso. Alla prova dei fatti viene in particolare meno l'idea romantica del risparmiatore che decide di investire i propri risparmi nel progetto economico stilato da un capitano d'industria in cui crede, e di cui vuole essere un partecipe contitolare divenendo azionista: gli investitori non appartenenti alla (peraltro puramente eventuale) maggioranza di controllo si dimostrano apatici ed esclusivamente interessati a una detenzione di breve periodo, finalizzata al rapido disinvestimento.

Lo scenario sinteticamente tracciato potrebbe in futuro essere destinato a mutare, in particolare a fronte del rafforzamento della presenza degli investitori istituzionali <sup>(52)</sup>: da qualche decennio si assiste infatti, dapprima nei mercati borsistici più sviluppati nord americani e britannici, poi anche nell'Europa continentale, al progressivo incremento percentuale della detenzione delle partecipazioni azionarie da parte di investitori professionali, non necessariamente domestici. L'impatto dell'ingresso di questa nuova figura di investitore, su cui si tornerà abbondantemente *infra*, è stato ad oggi meno rilevante di quanto si potrebbe astrattamente ritenere – gli investitori, pur detenendo in aggregato partecipazioni assolutamente non trascurabili, che addirittura in determinati casi consentirebbero loro, ove debitamente coordinati, di esercitare il controllo di fatto, o addirittura di diritto, della società <sup>(53)</sup>, non sembrano aver abbracciato la via dell'attivismo facendo

---

<sup>(51)</sup> In altri termini, le società per azioni a capitale diffuso possono essere controllate con la detenzione di pacchetti azionari ben inferiori rispetto alla canonica soglia del controllo di diritto, pari al 50 % + 1 delle azioni aventi diritto di voto. Icasticamente, CAMPOBASSO G.F. – *Diritto commerciale*, vol. 2, VIII ed., a cura di M. Campobasso, Torino, UTET, 2012, p. 144, sottolinea che «Il naturale disinteresse degli azionisti investitori per la vita della società favorisce inevitabilmente il dominio della stessa da parte di *gruppi minoritari di controllo* e rende anzi il controllo minoritario fenomeno istituzionale, fisiologico ed irreversibile. [...] E d'altro canto, gli strumenti di autotutela dei soci contro gli abusi della maggioranza, pur previsti dal legislatore, restano inattivi per il disinteresse di chi dovrebbe azionarli.».

<sup>(52)</sup> «institutional investors have begun actively to intervene in the management of listed companies with numerous and increasing examples of vocal opposition to management policy and sometimes the removal of underperforming directors. This may be an early indication that the Berle and Means corporation is undergoing transformation as the largest shareholders become more active.»: così DIGNAM A., LOWRY J. – *Company Law, cit.*, p. 376.

<sup>(53)</sup> Si calcola che oggi gli investitori istituzionali detengano oltre il 70 % delle azioni di emittenti statunitensi – contro meno del 10 % negli anni '50 del secolo scorso – in particolare facendo registrare il 26 % detenuto dai fondi comuni d'investimento (*mutual funds*), l'11 % da parte dei fondi pensione privati e il 9 % da parte dei fondi pensione governativi (il dato è tratto da BOGLE J.C. – *Restoring faith in Financial Markets*, The Wall Street Journal, 18 gennaio 16

un significativo uso dei propri diritti – ma non è escluso che nei prossimi anni possano divenire un credibile interlocutore del *management* e contribuire al rafforzamento del ruolo dell'assemblea in una funzione di vigilanza sull'operato degli amministratori.

### 1.3. Fallimenti di mercato e crisi dell'“equilibrio” fondato sulla centralità del management

Nel corso degli ultimi tre lustri si è registrata una serie straordinaria di scandali finanziari che hanno coinvolto numerose società quotate dall'elevata capitalizzazione considerate solide realtà imprenditoriali, e che hanno determinato conseguenze rovinose, coinvolgendo al contempo direttamente azionisti, dipendenti, soggetti iscritti ai fondi pensione gestiti dalla società, obbligazionisti e creditori, oltre naturalmente a cagionare conseguenze indirette per i *partners* commerciali che costituiscono il c.d. indotto.

Il tratto comune di tali episodi non va individuato tanto nello strapotere organizzativo-decisionale del *management*, che precise esigenze efficientistiche portano a considerare “fisiologico” nella grande società di capitali, quanto nel mancato funzionamento di tutto quel sistema di contrappesi individuati da ciascun legislatore nazionale per controbilanciare la posizione degli amministratori. In particolare, non hanno funzionato i controlli esterni da parte delle autorità indipendenti di vigilanza; non ha funzionato il controllo contabile esterno da parte delle società di revisione <sup>(54)</sup>; non ha funzionato il controllo interno, indipendentemente dal suo incardinamento all'interno dello stesso organo gestorio (*single-tier systems*) o in un autonomo organo (*dual-tier systems*) a ciò deputato; non ha funzionato il controllo da parte dell'assemblea, che doveva rappresentare il vigile, diretto interlocutore dell'organo amministrativo <sup>(55)</sup>; non ha funzionato

---

2010, disponibile al seguente indirizzo Internet  
<http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703436504574640523013840290.html>.

<sup>(54)</sup> Dalle cronache giudiziarie è infatti emerso che il tentativo da parte degli amministratori di nascondere perdite enormi mediante la falsificazione dei bilanci, quand'anche non appoggiato – come pure è accaduto – da revisori conniventi, non sia stato rilevato da parte di un organo comunque compiacente e lungi dall'essere pienamente imparziale. Le società di revisione versano storicamente in un costante, potenziale conflitto d'interessi, essendo retribuite dal medesimo soggetto che vanno a controllare; esse peraltro, tramite la fornitura di prestazioni ulteriori rispetto alla revisione dei conti e al giudizio sul bilancio (i c.d. servizi *non-audit*, primo tra tutti il servizio di consulenza) percepivano compensi superiori rispetto al *salary cap* introdotto in molti Paesi per i servizi di revisione; altri elementi di possibile conflitto d'interessi – o perlomeno fattori di criticità in vista del mantenimento dell'indipendenza del controllore – erano rappresentati inoltre dalla previsione di meccanismi di rielezione *ad libitum* all'incarico, nonché dalla prassi di consentire i trasferimenti di personale dalla società controllata alla società di revisione e viceversa.

<sup>(55)</sup> Conclamata è infatti l'apatia delle minoranze assembleari: oggigiorno l'assemblea viene conseguentemente meno dal ruolo che originariamente le era stato attribuito, ovvero quello di luogo di dibattito e controllo dell'attività gestoria; spesse volte i soci si sono avveduti della reale situazione in cui versava la società solamente a perdite avvenute, quando la situazione patrimoniale risultava ormai definitivamente compromessa.

nemmeno il controllo da parte del mercato, essendosi in particolare riscontrata l'inattendibilità dei giudizi emessi dalle agenzie di *rating* <sup>(56)</sup>.

Quelli che a ben ragione possono essere considerati dei veri e propri fallimenti della regolazione, ovvero malfunzionamenti del complesso delle regole di diritto societario che assicurano la legittimità della gestione e indirettamente garantiscono la sussistenza dei presupposti per il corretto funzionamento dei mercati finanziari <sup>(57)</sup>, hanno avuto luogo peraltro a qualsiasi latitudine, indipendentemente dal modello capitalistico e dalle specifiche regole giuridiche – di *hard law* come di *soft law* – di riferimento, dimostrando che i modelli gestori monistico e dualistico sono degli strumenti neutri sul piano dell'efficienza (o, se si preferisce, presentano il medesimo grado di inefficienza) e la scelta di uno piuttosto che dell'altro non è foriera di una maggiore o minore garanzia di effettivo equilibrio <sup>(58)</sup>.

---

<sup>(56)</sup> A titolo di esempio, si rileva come meno di una settimana prima dell'emersione dello scandalo Enron sedici dei principali analisti finanziari statunitensi avessero confermato la valutazione massima ai titoli della società in ragione della sua asserita solidità, quando invece la stessa versava ormai da mesi in una situazione irreversibile di dissesto che sarebbe stato possibile rilevare a un esame non necessariamente approfondito, stanti le numerose, evidenti incongruenze presentate dai bilanci (cfr. COFFEE, J.C. JR. – *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid, cit.*, p. 9). Più in generale, così chiosa MARCHETTI P. – *Il potere decisionale gestorio nella s.p.a.*, in G. Cian (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario – Atti del convegno – Padova, Abano Terme, 5-7 giugno 2003*, Padova, CEDAM, 2004, p. 469: «Enron ha incrinato certezze, ha messo in discussione modelli, ha riproposto forti dubbi sulle capacità regolatrici del mercato, ha dato impulso ad un più robusto spazio per la 'regulation'».

<sup>(57)</sup> Agli elementi di carattere giuridico vanno poi ad aggiungersi ulteriori fattori, che non saranno oggetto del presente lavoro, quali i rapporti con gli ambienti politici: durante le indagini relative al *crac* Parmalat è ad esempio emerso come la notevole serie di acquisizioni di società dal preoccupante livello di indebitamento effettuate dal gigante lattiero-caseario non fosse frutto di libere scelte manageriali, ma fosse il portato di pressioni esercitate sugli amministratori da parte delle *lobbies* politiche.

<sup>(58)</sup> In proposito, PORTALE G.B. – *La riforma delle società di capitali tra diritto comunitario e diritto internazionale privato*, in *Europa e Diritto Privato*, 2005, p. 104, rileva, correttamente, che gli scandali finanziari «hanno messo in crisi l'importazione acritica di modelli giuridici statunitensi.» registratasi in Italia come in Europa nel corso dei primi anni 2000, e di cui la stessa riforma organica del 2003-04 costituisce un esempio. Viene dunque empiricamente smentita la c.d. teoria delle *Legal Origins*, sviluppata in seno alla Harvard Law School sul finire degli anni '90 del secolo scorso, ed esposta in LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. – *Corporate Ownership Around the World*, 1998, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=103130>, nonché in LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., VISHNY R.W. – *Investor Protection and Corporate Governance*, 1999, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=183908>, e infine in LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., VISHNY R.W. – *Investor Protection and Corporate Valuation*, 1999, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=192549>. Tale teoria, che sostanzialmente affermava la superiorità del modello di *common law*, stante la migliore protezione degli azionisti asseritamente offerta, avrebbe avuto una notevole risonanza nel mondo accademico, suscitando però notevoli dissensi, peraltro soprattutto da parte di Autori britannici e statunitensi: cfr. per tutti l'analitica critica contenuta in ARMOUR J., DEAKIN S., SARKAR P., SIEMS M., SINGH A. – *Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis*, 2008, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1094355>, ove peraltro (p. 37 ss.), dato atto della convergenza delle regole di *corporate governance* e degli *standards* di protezione dei soci, viene sottolineata l'assenza di un'univoca relazione tra protezione degli azionisti e sviluppo del mercato borsistico, ricordando che, comunque, un livello di tutela eccessivamente elevato potrebbe rivelarsi controproducente e portare al *delisting*, come è stato dato riscontrare a seguito dell'emanazione del Sarbanes-Oxley Act statunitense. Osservano inoltre DIGNAM A., LOWRY J. – *Company Law, cit.*, p. 391, che la grande *corporation* oggetto degli studi di Berle e Means è in realtà sorta in sistemi giuridici che non assicuravano – e non hanno assicurato perlomeno fino agli anni '80 del secolo scorso – alcuna particolare misura di protezione per gli azionisti: (*Id.*, p. 392) «Legal shareholder protection, rather than

Gli scandali finanziari in parola risultano inoltre accomunati il più delle volte dall'adozione da parte degli organi amministrativi di scelte gestorie rischiose o comunque finalizzate alla massimizzazione del valore delle azioni nel breve termine, ma controproducenti se valutate in uno spettro temporale più lungo. La principale ragione dell'assunzione di politiche di breve periodo da parte degli amministratori è stata correttamente individuata negli effetti distorti dell'applicazione della teoria dello *Shareholder Value*<sup>(59)</sup>: i meccanismi di remunerazione parametrati al risultato (*bonus schemes*) volti ad allineare gli interessi dell'organo gestorio con quelli degli azionisti, e in particolare le *stock options*, largamente invalse nella prassi<sup>(60)</sup>, spingevano gli amministratori alla massimizzazione del valore delle azioni nel breve periodo, così da poter acquistare le azioni al prezzo predeterminato inferiore a quello corrente e subito alienarle, percependone la differenza<sup>(61)</sup>. L'organo gestorio – più precisamente, i *CEOs* – aveva in altri termini tutto l'interesse (e nessun reale disincentivo) ad adottare politiche talora eccessivamente rischiose, che rischiavano di compromettere, come poi è avvenuto, il valore del patrimonio sociale<sup>(62)</sup>. La teoria che individua l'interesse sociale nel solo perseguimento della massimizzazione del valore delle azioni, che peraltro prestava il fianco ad altre fondate critiche<sup>(63)</sup>, risulta ormai abbandonata, perlomeno nella

---

being a precondition for the emergence of the Berle and Means corporation with its dispersed share holding system, seems to follow on after the emergence of such a system.».

<sup>(59)</sup> «Shareholder wealth maximization, of course, has its dark side. In the name of increasing shareholder returns, corporate managers are permitted, even encouraged, to engage in a variety of deviant behaviors: earnings management, lax environmental compliance, monopolistic behavior, labor exploitation, bonus myopia.»: così PALMITER A.R. – *Dark Matter in US Corporation (Corporate Governance in the United States)*, versione integrale della relazione presentata nell'ambito del convegno *Corporate Governance e "sistema dei controlli" nella s.p.a.* (Firenze, CESIFIN – Fondazione Alberto Predieri, 14 e 15 aprile 2011, che si è potuto leggere in anteprima per la cortesia dell'Autore), p. 7.

<sup>(60)</sup> Sulle *stock options* quali strumento per la riduzione dei costi di agenzia e la realizzazione di un mercato pareto-ottimale, cfr. JENSEN M.C., MURPHY K.J. – *Performance pay and top-management incentives*, 1983, pubblicato in M.C. Jensen, *Foundations of Organizational Strategy*, Harvard University Press, 1998, nonché in *Journal of Political Economy*, v. 98, n. 2, April 1990, p. 225, e disponibile all'indirizzo <http://papers.ssrn.com/abstract=94009>.

<sup>(61)</sup> «Stock options create an obvious and potentially perverse incentive to engage in short-run, rather than log-term, stock price maximization, because executives can exercise their stock options and sell the underlying shares on the same day. [...] Thus, if executives inflate the stock price of their company through premature revenue recognition or other earnings management techniques, they could quickly bail out in the short term by exercising their options and selling, leaving shareholders to bear the cost of the stock decline when the inflated stock price could not be maintained over subsequent periods.»: così COFFEE, J.C. JR. – *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid, cit.*, p. 19.

<sup>(62)</sup> «è al “gioco” delle *stock option* che viene addebitata, almeno in parte, la c.d. “miopia” che caratterizzerebbe i mercati americani.»: così COSTI R. – *Il mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 7° ed. 2010, p. 371.

<sup>(63)</sup> Il perseguimento dello *shareholder's value* presenta ad esempio notevoli problemi nelle realtà di gruppo, ove l'interesse della capogruppo spesso non coincide con quello di tutte le singole società che ne fanno parte, e di riflesso con l'interesse degli azionisti di queste ultime.

sua accezione più estrema, a favore dell'*Enlightened Shareholder Value Model* <sup>(64)</sup>, che privilegia politiche di lungo termine; quanto allo specifico aspetto della retribuzione del *management*, numerosi ordinamenti prevedono ora che questa debba essere predeterminata al momento della nomina, o comunque ne sia demandata la fissazione a un apposito comitato interno allo stesso organo gestorio, formato però da amministratori non esecutivi <sup>(65)</sup>.

In definitiva, nell'ultimo quindicennio si è assistito al palese fallimento delle politiche liberiste che pretendevano di fondare la regolazione dell'economia sulle sole leggi del mercato e sulla centralità del *management*; in particolare, è doveroso notare che gli episodi di fallimento del mercato si sono registrati anche (e forse in misura ancor più virulenta) nei Paesi in cui è radicata la c.d. *shame culture* – da molti apprezzata e ritenuta il più valido dei deterrenti rispetto a condotte scorrette da parte di chiunque ricopra un ufficio sia pubblico che privato – e il *private enforcement* gioca un ruolo tradizionalmente più rilevante rispetto al contesto europeo continentale, così ulteriormente dimostrando l'inidoneità delle soluzioni *market based* e delle sanzioni reputazionali a costituire un'efficace e persuasiva *moral suasion* <sup>(66)</sup>.

Preso atto dell'inadeguatezza delle regole in vigore ad offrire un quadro di governo societario effettivamente equilibrato, tutti i legislatori nazionali delle principali economie del

---

<sup>(64)</sup> «La contrapposizione tra interesse sociale come interesse dei soci alla ripartizione dell'utile e interesse sociale come interesse dell'impresa in sé è una falsa antinomia, venata troppo spesso di ideologia. [...] Lo scopo di lucro è certamente immanente all'economia di mercato [...] si coordina però necessariamente con altri interessi – in particolare nella grande impresa – quali gli interessi degli *stakeholders* (finanziatori, consumatori, lavoratori, comunità locali) e l'interesse alla stabilità del sistema economico [...]. Dopo la breve parentesi di “infatuazione” per la teoria dello *shareholder value* e per la remunerazione dei *manager* fondata sul sistema delle *stock option*, mi sembra di poter dire che forti sono i segnali di una rimediazione su di un nodo centrale della teoria dell'impresa.»: così MONTALENTI P. – *Amministrazione, controllo, minoranze nella legge sul risparmio*, in Riv. Soc., 2006, p. 991.

<sup>(65)</sup> Più precisamente, mentre la disciplina di diritto comune applicata alle società non quotate prevede (art. 2389 c.c.) che la determinazione del compenso sia stabilita all'atto della nomina o dall'assemblea (o dal consiglio di sorveglianza nel sistema dualistico, salva la possibilità che lo statuto attribuisca la relativa competenza all'assemblea: cfr. art. 2409-terdecies c.c.), e che il compenso degli amministratori investiti di particolari cariche sia stabilito dal consiglio di amministrazione, sentito il collegio sindacale, il Codice di Autodisciplina (Principio 7.P.3.) raccomanda per le società quotate la costituzione di un comitato per la remunerazione formato prevalentemente da amministratori non esecutivi, in seno al c.d.a., compensi che peraltro devono essere singolarmente indicati nella nota integrativa del bilancio di esercizio.

<sup>(66)</sup> Cfr. COFFEE, J.C. JR. – *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid, cit.*, p. 28: «Enron is more about the gatekeeper failure than board failure. [...] reputational capital is not an asset that professional services firms will inevitably hoard and protect. Logically, as legal exposure to liability declines and as benefits of acquiescence in the client's demands increase, gatekeeper failure should correspondingly increase – as it did in the 1990's. [...] the two major, contemporary crises now facing the securities markets – i.e., the collapse of Enron and the growing controversy over securities analysts, which began with the New York Attorney General's investigation onto Merrill Lynch – involve at bottom the same problem: both are crises motivated by the discovery by investors that reputational intermediaries upon whom they relied were conflicted and seemingly sold their interests short.».

pianeta hanno avvertito la necessità di adottare nuove, più rigide regole <sup>(67)</sup>, che in linea tendenziale <sup>(68)</sup>, vanno nella direzione dell'implementazione della trasparenza societaria e dell'inasprimento delle sanzioni in chiave deterrente <sup>(69)</sup>; nell'opera di generale riscrittura delle regole di diritto

---

<sup>(67)</sup> In particolare, negli Stati Uniti l'immediata reazione allo scandalo Enron si è tradotta nel *Sarbanes-Oxley Act*, (107th Congress, Public Law 107-204, July 30, 2002, 11 stat. 745 – *An Act to protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the Securities laws, and for other purposes*, disponibile all'indirizzo <http://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>) mirante a ripristinare la fiducia nei mercati finanziari con provvedimenti riguardanti sia la *governance* che il ruolo dei revisori, da molti considerati eccessivamente rigidi: cfr. per tutti ARMOUR J., MCCAHERY J.A. – *After Enron: Improving Corporate Law and Modernizing Securities Regulation in Europe and the US*, Amsterdam Center for Law & Economics Working Paper No. 2006-07, p. 23, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/paper=910205>, secondo i quali «US policymakers might do well to rethink their recent fondness for mandatory federal rules regarding corporate governance, and to consider some of the more flexible regulatory strategies that have been employed in the EU.». Cfr. in tal senso anche RIBSTEIN L.E. – *Market vs. Regulatory Responses to Corporate Fraud: A Critique of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, in *Journal of Corporation Law*, Vol. 28, no. 1, Fall 2002, disponibile all'indirizzo [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=332681](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=332681). Perplessità sono state destinate dai requisiti per la quotazione, che hanno spinto molte società non statunitensi al *delisting* e costretto il legislatore di Washington a mitigare le proprie posizioni, intensificando il dialogo con le autorità europee, di cui dà atto anche COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire*: comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo, Bruxelles, 21 maggio 2003, COM (2003) 284 definitivo, disponibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:IT:PDF>, p. 5: «Il governo societario è effettivamente un settore in cui le norme vengono sempre più spesso fissate a livello internazionale, come dimostrato dai recenti sviluppi osservati negli Stati Uniti. Il Sarbanes-Oxley Act, adottato il 30 luglio 2002, ha rappresentato una risposta rapida ad una serie di scandali, ma ha creato una serie di problemi a causa delle sue ripercussioni sulle imprese e sulle società di revisione europee. La Commissione ha quindi avviato con le autorità statunitensi (in particolare con la Securities and Exchange Commission) un intenso dialogo sulle questioni di regolamentazione al fine di negoziare soluzioni accettabili. In numerosi settori l'UE condivide gli stessi obiettivi e principi di massima del Sarbanes-Oxley Act e in certi campi l'UE dispone già di approcci validi ed equivalenti in materia di regolamentazione. In altri campi, sono invece necessarie nuove iniziative. Fare in modo che questi approcci siano riconosciuti almeno "equivalenti" ad altre norme nazionali ed internazionali è di per sé un obiettivo legittimo e utile.». Proprio la Direttiva sui diritti degli azionisti di società quotate – su cui *infra*, al cap. 2, in particolare al par. 2.1 – vuole (*Id.*, p. 5) «rappresentare un contributo positivo all'evoluzione della regolamentazione a livello internazionale».

<sup>(68)</sup> I segnali provenienti dalla dottrina fanno naturalmente registrare un panorama più variegato, ove si sono levate diverse voci sensibilmente discordi. Si segnala, *inter alios*, la proposta di PALMON D., SUDIT E.F. – *Shareholders Groups, Unbundled Rights, and Corporate Democracy: A Commentary*, in *Group Decision and Negotiation*, 2011, vol. 20, n. 2, p. 134: i due Autori auspicano la "separabilità" di diritti amministrativi e diritti patrimoniali, così da consentire la circolazione potenzialmente autonoma: «we propose the institution of an obligatory legal requirement for all publicly traded companies to unbundle their common shares into separate monetary rights and voting rights. Shareholders will be entitled to sell their voting rights at the going market price. This way, investors will be given a clear and expanded choice. They could purchase monetary rights only. Control rights only, or both. [...] Shareholder groups would benefit from the unbundling as the separation of monetary rights from voting rights would better the preferences of diversified shareholders and riders. [...] Decoupling control rights from monetary rights will reduce the investments required of raiders for seizing control of their targets to a fraction of what they are now. Thus, replacements of seated managers and directors would become materially easier». La proposta, pur dotata di un certo fascino, appare naturalmente estrema e inaccettabile.

<sup>(69)</sup> Il Sarbanes-Oxley Act, ad esempio, *sub* Title VIII. *Corporate and Criminal Fraud Accountability*, ha aumentato sensibilmente le pene per il falso in bilancio, contemplando (sec. 802. *Criminal Penalties for Altering Documents*) anche la reclusione fino a un massimo di venti anni; ai sensi della sec. 302. *Corporate Responsibility for Financial Reports*, gli amministratori vengono inoltre considerati personalmente responsabili del contenuto dei bilanci annuali e infraannuali, anche se la loro redazione sia stata demandata, come da prassi, a un soggetto terzo.

societario cui si è dato avvio, è stata peraltro avvertita, specie dal legislatore europeo e statunitense, la necessità di adottare soluzioni comuni <sup>(70)</sup>.

È probabilmente ancora prematuro tentare di formulare una valutazione definitiva in termini di efficienza delle norme varate a seguito degli scandali finanziari. Sicuramente la nuova ondata di fallimenti che ha coinvolto il settore bancario nel corso del 2008 – che ha peraltro costretto il legislatore statunitense a un’inversione di rotta senza precedenti relativamente al ruolo attivo dello Stato nell’economia <sup>(71)</sup> – delinea un orizzonte cupo e dimostra l’impreparazione della normativa finanziaria relativamente ad alcune specifiche materie, in particolare la disciplina di fondi speculativi quali gli *hedge funds* e la *governance* delle banche d’investimento, che necessitano di una regolamentazione più puntuale e articolata, che ponga un freno ad abusi e pratiche scorrette <sup>(72)</sup>.

Il generale moto di ripensamento delle regole di governo societario può astrattamente percorrere differenti strade, che peraltro non si escludono a vicenda, e che sono tutte idonee a incidere profondamente sul rapporto tra proprietà e gestione: è infatti possibile fondare un nuovo equilibrio sulla riduzione delle prerogative degli amministratori o sull’imposizione in capo agli stessi di un onere di maggiore trasparenza nell’operato; può essere rafforzato il ruolo dell’organo

---

<sup>(70)</sup> Il documento *Commission Action Plan on "Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union"* - *Frequently Asked Questions*, ref. MEMO/03/112, disponibile alla pagina <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/03/112&format=HTML&aged=1&language=EN&guiLanguage=en>, p. 7, ribadisce in proposito che «the Commission will also continue its detailed discussion with the US government and regulators. It is important to underline that this is a long-established and ongoing co-operation. Occasional areas of disagreement – such as the application of Sarbanes-Oxley to EU audit firms – should not overshadow the many points of agreement.».

<sup>(71)</sup> Non è questa la sede per una trattazione completa del tema. Ci si limita a segnalare che, nonostante il governo federale abbia storicamente optato per politiche di *laissez-faire* caratteristiche di una visione liberista profondamente radicata nella cultura statunitense – celeberrimo è il discorso d’insediamento del Presidente Ronald Reagan, nel 1981, che individuava nello Stato il vero problema dell’economia nazionale – e solo episodicamente rigettata, nel corso del 2008 l’amministrazione Bush jr., onde evitare più pesanti ripercussioni a catena (che si sarebbero peraltro comunque registrate con il fallimento di Lehman Brothers), provvide alla nazionalizzazione di Fannie Mae e Freddie Mac anziché dare corso alle regole del libero mercato e lasciar fallire i due colossi dei mutui.

<sup>(72)</sup> Come già accennato, i nuovi scandali finanziari verificatisi nel corso del 2008 e culminati con il fallimento di Lehman Brothers hanno visto ancora una volta come protagoniste le banche d’affari, che il c.d. Gramm-Leach-Bliley Act (*An Act to enhance competition in the financial services industry by providing a prudential framework for the affiliation of banks, securities firms, insurance companies, and other financial service providers, and for other purposes*, Public Law 106-102, 113 Stat. 1338, November 12, 1999, disponibile all’indirizzo <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-106publ102/pdf/PLAW-106publ102.pdf>), promulgato durante l’amministrazione Clinton da parte della maggioranza repubblicana del Congresso, aveva “riabilitato” (rimuovendo in particolare le barriere tra l’attività bancaria commerciale e d’investimento), abrogando le disposizioni del Glass-Steagall Act del 1933 che ne avevano limitato fortemente le possibilità di operare e di raccogliere finanziamenti. Più precisamente, la bolla speculativa immobiliare che ha dato origine al periodo di recessione ad oggi ancora in corso costituisce l’effetto dell’emissione di strumenti finanziari derivati da parte delle banche d’investimento, attraverso i quali il sistema bancario si spogliava dei rischi legati all’insolvenza dei mutuatari, facendoli ricadere sugli investitori che avevano acquistato gli strumenti finanziari stessi.

cui è demandato il controllo interno; è possibile prescegliere la via dell'irrobustimento del controllo esterno da parte dell'autorità di vigilanza, generalmente istituita in ogni Paese; può essere infine percorsa la strada della rivitalizzazione dell'organo assembleare.

L'ultima delle soluzioni indicate è stata prescelta dal legislatore europeo, in un quadro più generale di riforma societaria avviato negli ultimi anni: tale tentativo di stimolare la *voice* degli azionisti appare senza dubbio degno di nota, perché segna un'interessante inversione di rotta verso il raggiungimento di un obiettivo – quello dell'attivismo assembleare – cui l'Unione Europea non aveva finora dato prova di voler credere.

Non si tratta peraltro di un'opzione abbracciata isolatamente: anche negli Stati Uniti sono stati compiuti dei passi, sia pure meno eclatanti e con differenti accenti a livello nazionale e statale <sup>(73)</sup>, nella direzione della *disclosure* e della valorizzazione della partecipazione degli azionisti al governo societario <sup>(74)</sup>.

---

<sup>(73)</sup> Negli Stati Uniti la *corporate law* è disciplinata da un doppio binario legislativo, federale (che detta in particolare regole disciplinanti le società quotate) e statale, rispettivamente contraddistinti dalla predilezione per una più rigida legislazione e dall'opzione per regimi più flessibili e personalizzabili convenzionalmente – scelta quest'ultima inquadrabile nella prospettiva dell'*incorporation shopping*, ovvero nella competizione interstatale per attrarre alla propria legislazione (e conseguentemente al proprio sistema fiscale) le società, offrendo condizioni più allettanti, che non devono necessariamente tradursi in una sorta di *deregulation*, ma che contemplano altri fattori, quale ad esempio un rapido ed efficiente sistema giudiziario in cui operano giudici con specifiche competenze in materia societaria e ove è stato elaborato un significativo *case law*.

<sup>(74)</sup> Interessanti in tale senso appaiono, *inter alios*, i provvedimenti adottati nel corso del 2009, sostanzialmente in contemporanea, dal legislatore federale e da quello nazionale del Delaware (Stato che risulta da decenni l'indiscusso vincitore della battaglia per l'*incorporation shopping*), in materia di facilitazione della nomina delle cariche sociali da parte degli azionisti: in data 10 aprile 2009 lo Stato del Delaware aveva provveduto a varare alcune importanti modifiche alla propria General Corporation Law, in particolare introducendo la nuova Section 122 DGCL, rubricata *Access to Proxy Solicitation Materials* (cfr. THE GENERAL ASSEMBLY OF THE STATE OF DELAWARE – Chapter 14 – Formerly House bill no. 19 - *An act to amend title 8 of the Delaware code relating to the general corporation law*, April 10, 2009, disponibile all'indirizzo <http://delcode.delaware.gov/sessionlaws/ga145/Chp014.pdf>). In proposito, SANDRELLI G. – *Recenti modifiche in tema di diritti degli azionisti nella legge societaria del Delaware*, in Riv. Soc., 2009, p. 888, afferma condivisibilmente che «La novella legislativa mira evidentemente a segnalare la capacità del diritto del Delaware di rispondere alle sollecitazioni provenienti dall'area degli investitori istituzionali e di promuovere meccanismi di governo societario più attenti alla partecipazione degli azionisti.». Come anticipato, tale provvedimento venne promulgato pochi giorni prima che la SEC presentasse la propria *proposed rule* sui medesimi argomenti: cfr. in proposito SEC – *Facilitating Shareholder Director Nominations*. Final rule, Aug. 25, 2010, disponibile all'indirizzo <http://www.sec.gov/rules/final/2010/33-9136.pdf>; la presentazione del provvedimento da parte del Presidente della SEC Mary Schapiro è disponibile all'indirizzo <http://www.sec.gov/news/speech/2010/spch082510mls.htm>; il filmato della presentazione è disponibile all'indirizzo <http://www.sec.gov/news/speech/2010/video082510mls.wmv>. Tale ultima riforma non ha mancato di suscitare critiche, specie da parte dei gruppi d'interesse rappresentanti delle organizzazioni di categoria degli emittenti e degli amministratori, concretizzatesi in particolare nell'impugnazione della *Rule* 14a-11 che permetteva agli azionisti la promozione di propri candidati al consiglio di amministrazione a spese dell'emittente, attraverso la sollecitazione delle deleghe effettuata dal *board of directors* uscente: la Corte d'Appello federale del *District of Columbia*, nella decisione *Business Roundtable and Chamber of Commerce v. SEC*, 2011 U.S. App. LEXIS 14988 [DC Cir. July 22, 2011] – di cui dà conto SANDRELLI G. – *Una corte d'appello federale annulla la riforma del proxy access negli Stati Uniti*, in Riv. Soc., 2012, p. 1036, cui si rinvia per una breve disamina dei profili d'invalidità della norma e del contegno tenuto dalla SEC al riguardo – ha proceduto all'annullamento della regola in questione. Sul rapporto tra legislazione federale e nazionale (nello specifico, la Delaware General Corporation Law) e relativamente ai

Prima di soffermarsi sulla rivalutazione della *voice* degli azionisti perseguita dall'Unione Europea, e per meglio comprenderne gli effetti relativamente al rapporto fra proprietà e gestione nelle società quotate italiane, sarà necessario però dare conto della situazione pregressa e sottolineare succintamente come tale relazione sia mutata negli anni, a seguito dei numerosi interventi legislativi – verranno presi in considerazione i più significativi – susseguitisi dall'entrata in vigore del codice civile del 1942 ad oggi.

## 2. Evoluzione del rapporto soci-amministratori nell'ordinamento italiano, dal codice civile alla legge sulla tutela del risparmio

La problematicità del rapporto tra azionisti e amministratori nella grande società per azioni italiana era stata invero evidenziata già nel vigore del codice di commercio <sup>(75)</sup>, quindi ancora prima dell'abbandono del modello di democrazia azionaria che caratterizzava la società anonima per azioni ottocentesca <sup>(76)</sup>: la miglior dottrina criticava in particolare l'atteggiamento pronò del legislatore rispetto a una prassi societaria che sviliva il ruolo dell'assemblea <sup>(77)</sup>.

---

differenti approcci in tema di deleghe di voto, cfr. ZEBERKIEWICZ J.M., CHRISTENSEN J.L. – *The Delaware and SEC Proxy Access Regimes*, in *The Review of Securities & Commodities Regulation*, v. 42, n. 7, October 2009, p. 233, disponibile all'indirizzo [http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/files/2009/10/RSCR\\_Final.pdf](http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/files/2009/10/RSCR_Final.pdf).

<sup>(75)</sup> Cfr. PESCATORE M. – ROSSI A. – *Gli idilli sul piccolo azionista*, in *Riv. soc.*, 1961, p. 320: già nel 1875 Matteo Pescatore, dato atto che allora «Chi ben la considera vedrà che nella costituzione delle compagnie anonime, il principio e la fine di ogni cosa sociale è l'assemblea. L'assemblea è la sovrana, i direttori non sono che poveri mandatari: essi in tutto dipendono dall'assemblea, l'assemblea è la gran padrona, tutto comincia nell'assemblea e tutto nell'assemblea finisce», con un intervento non privo di accenti retorici forti, denunciava al Senato (*Id.*, p. 321) che «Resta dunque accertato questo fatto, che la plebe degli azionisti non interviene alle assemblee (almeno per la maggior parte [...] perché [...] il piccolo azionista [...] non ha nessun interesse a muoversi e dal fondo di una provincia mettersi in lungo cammino, spendere per dimorare nella sede della compagnia, per intervenire all'assemblea senza aver cognizioni, e certo colla coscienza di sentirsi una molecola in mezzo a una bufera. Sì, il piccolo azionista non è che una molecola; se interviene all'assemblea e quand'anche avesse cognizioni e sapesse qualche cosa di buono, sarebbe come un grano di polvere facilmente disperso dai venti che soffiano dai dominatori delle assemblee generali. Dunque non intervengono. Ma se non intervengono, essi sono però una buona e docile riserva a disposizione di quelli stessi che dominano le assemblee. Questa plebe non è molto dissimile dall'antica plebe romana, che costituiva la clientela dei patrizi.», e conclude (*Id.*, p. 323) che «quest'assemblea la quale è il principio e la fine di ogni cosa sociale cade in potere dei direttori, fiancheggiati s'intende dai principali azionisti, da tutti i loro aderenti, di modo che io temo molto, che l'assemblea che la legge istituisce a questo modo fornisca seria ed efficace guarentigia della sincerità della gestione sociale».

<sup>(76)</sup> Secondo GALGANO F. – *Lex mercatoria*, cit., p. 152, «Non è certo un caso che il processo di democratizzazione della società per azioni corre, nel corso dell'Ottocento, parallelo all'allargamento del suffragio elettorale, che determina l'avvento delle classi medie sulla scena politica (e fra la riforma elettorale del 1882 e la riforma del codice di commercio c'è, nel nostro paese, una singolare coincidenza di data). Sono queste, ad un tempo, le classi che il diritto pubblico chiamava a concorrere nel governo dello Stato e che il diritto commerciale invitava a partecipare alla direzione dell'economia (anche se poi sono classi che si riveleranno, in larga misura 'astensioniste' in sede elettorale e 'assenteiste' nella società per azioni). La filosofia politica, che predicava una classe politica sottoposta al giudizio dell'elettorato, si coniugava con una filosofia economica che esigeva una classe imprenditoriale sottoposta al giudizio delle assemblee degli azionisti e, più in generale, al 'giudizio di mercato', espresso da una moltitudine di grandi e piccoli risparmiatori nelle quotidiane contrattazioni della borsa, sede di un 'controllo sociale' sulla conduzione delle imprese.». In argomento, specie quanto ai profili comparati di tale trasformazione, nonché, in generale, sul rapporto tra

Gli inizi del '900 segneranno poi definitivamente «il regresso della democrazia economica: la 'democrazia assembleare' sarà abbandonata, e quelli che erano stati fino ad allora denunciati come fenomeni degenerativi si traducono in dati istituzionali. La società per azioni riassumerà, come alle origini, forme di governo accentrate ed autoritarie [...]. Il grado raggiunto dalla accumulazione capitalistica – e dall'accumulazione privata come dalla accumulazione pubblica – permetterà alla classe imprenditoriale di non curarsi più del 'giudizio di mercato', di fare a meno del consenso, e dell'apporto di ricchezza, delle tradizionali classi di risparmiatori» <sup>(78)</sup>. Quanto appena descritto corrisponde alla realtà fattuale, ma sarà solo il codice civile del 1942 a dare atto dell'abbandono della democrazia azionaria, riducendo sensibilmente, in favore dell'organo amministrativo, le prerogative gestorie legislativamente demandate all'assemblea.

### 2.1. Organo amministrativo e assemblea dei soci nel codice del '42

Rispetto ai codici ottocenteschi, il codice civile del 1942 si caratterizzava infatti per l'abbandono dello storico principio della sovranità assembleare in favore delle autonome prerogative gestorie di un organo amministrativo che risultava definitivamente emancipato, nonché per l'eliminazione delle regole che prevedevano il c.d. voto scaglionato <sup>(79)</sup>.

---

assemblea e amministratori nel vigore del codice del '42, cfr. ABBADESSA P. – *La gestione dell'impresa nella società per azioni – Profili organizzativi*, Milano, Giuffrè, 1975, p. 6 ss. Per una disamina delle accezioni in cui viene tradizionalmente utilizzata l'espressione "democrazia azionaria" nell'ordinamento italiano cfr. PEDERZINI E. – *Intervento del socio mediante mezzi di telecomunicazione e democrazia assembleare*, in *Giur. comm.*, 2006, p. 98/I, sub n. 2.

<sup>(77)</sup> VIVANTE C. – *La riforma della legislazione commerciale*, in *Monitore dei Tribunali*, 1923, p. 162, rilevava che il codice di commercio del 1882 «Nelle società anonime ha posto gli azionisti in balia degli amministratori, che coll'aiuto delle procure in bianco e dei riporti divengono i padroni assoluti delle assemblee e persino dell'azione di responsabilità, che sarebbe pur data agli azionisti per difendersi contro di loro. Tollera senza farne parola i sindacati di azioni che in realtà annullano la funzione delle assemblee e talvolta anche quella degli amministratori. Tollera la catena delle società che col concorrere reciprocamente nella formazione del capitale, riducono effettivamente la garanzia patrimoniale dei creditori e dei soci. Tollera dei bilanci così schematici che una Banca che ha un giro di milioni d'affari può dare il rendiconto della sua gestione annuale con quattro voci.».

<sup>(78)</sup> Le parole sono di GALGANO F. – *Lex mercatoria, cit.*, pp. 153-154. L'Autore (*Id.*, p. 154), così prosegue: «La "socializzazione" del capitale azionario, che fu il vanto di un'era del capitalismo, rimarrà una vicenda del passato, insieme a quel "controllo sociale" sulla politica economica delle imprese che dalla socializzazione del capitale si era fatto derivare. L'assemblea degli azionisti sarà esautorata: la sua competenza, da illimitata che era, diverrà una competenza "speciale", circoscritta a specifici oggetti, dai quali esula la gestione dell'impresa sociale; mentre sarà "generale" la competenza dell'organo amministrativo. E l'esautoramento dell'assemblea raggiungerà l'estremo limite, con un singolare ritorno alle origini, proprio in Olanda, dove la riforma del 1971 priverà l'assemblea persino del potere di nominare gli amministratori (cui sarà dato di auto-cooptarsi periodicamente, su semplice proposta dell'assemblea.».

<sup>(79)</sup> Sono almeno due i dati testuali che legittimano tale conclusione: in primo luogo, nel vigore del codice di commercio del 1865, art. 129, co. 2, la società anonima risultava «amministrata da mandatari temporanei rivocabili, soci o non soci, stipendiati o gratuiti»; la norma veniva sostanzialmente riprodotta anche dal codice di commercio del 1882, *sub* art. 121: «La società anonima è amministrata da uno o più mandatari temporanei, rivocabili, soci o non soci.»: l'aver espressamente inquadrato l'ufficio di amministratore nell'ambito del mandato attribuiva all'organo assembleare una

L'assemblea di cui al codice del '42, pur in un quadro dalla iniziale forte impronta istituzionalista, caratteristica dei regimi autoritari e nella specie di quello fascista, evidenziava i geni più marcatamente contrattualisti della disciplina della società per azioni <sup>(80)</sup>: in particolare, degna di nota risultava la previsione (art. 2364, co. 1, n. 4) ) che permetteva all'atto costitutivo – naturalmente *ab initio*, come anche a seguito di una successiva modifica – di allargare il novero delle prerogative assembleari in materia gestoria a scapito dell'organo amministrativo, attribuendo alla stessa la diretta competenza a deliberare su determinati «oggetti attinenti alla gestione della società», e consentiva altresì agli amministratori di sottoporre all'esame assembleare le questioni oggetto del proprio ufficio <sup>(81)</sup>. In altri termini, il potere gestorio risultava essere almeno potenzialmente condiviso tra organo amministrativo e assemblea.

Tale ruolo di interlocutrice dell'organo gestorio, sostanzialmente affermato sulla carta, presupponeva però un'assemblea non solo attiva, ma anche disomogenea rispetto agli amministratori: il codice civile dettava infatti una disciplina che per la sua piena realizzazione necessitava di un organo assembleare forte, vigile e interessato a porsi in un rapporto dialettico con l'organo amministrativo. Molte delle regole che incardinavano i poteri di controllo e reazione in capo all'organo dei soci, *in primis* l'esercizio dell'azione sociale di responsabilità (art. 2393) potevano concretamente raggiungere il loro scopo esclusivamente qualora nell'assetto proprietario non fosse individuabile una maggioranza di controllo – la stessa che aveva provveduto a nominare

---

centralità senza pari se raffrontata col ruolo dell'assemblea sin dal codice civile del 1942. In secondo luogo, il codice di commercio del 1882, *sub* art. 157, co. 1, contemplava la regola – dal forte connotato *democratico* – del voto a scalare meno che proporzionale (c.d. voto scaglionato) in assemblea generale: «[...] Ogni socio ha un voto ogni azionista ha un voto sino a cinque azioni da lui possedute. L'azionista che possiede più di cinque e sino a cento azioni ha un voto ogni cinque azioni, e per quelle che possiede oltre il numero di cento ha un voto ogni venticinque azioni. [...]». Tali disposizioni venivano consciamente espunte dal testo del codice del 1942, ove si affermava espressamente, ai sensi del combinato disposto degli artt. 2380 e 2364, co. 1, n. 4) c.c., la regola della tendenziale competenza degli amministratori in materia gestoria (tendenziale in quanto proprio l'articolo da ultimo citato lasciava aperta la possibilità di modificare statutariamente, in favore dell'assemblea, l'assetto definito dal legislatore) e dell'affermazione del principio plutocratico di proporzionalità tra potere e rischio (art. 2351, ccoo. 1 e 2 c.c.). A seguito della riforma del 2003-04 il voto scaglionato troverà poi nuovamente asilo, ma solo dietro espressa previsione statutaria (art. 2351, co. 3 c.c.); la primazia degli amministratori verrà invece definitivamente consacrata nella norma che ne prevede ora l'esclusività della gestione (art. 2380-*bis*, co. 1 c.c.).

<sup>(80)</sup> «Conseguenza di questa impostazione contrattualistica diviene poi, tradizionalmente, l'idea della “sovranità” dell'assemblea all'interno dell'organizzazione societaria, nonché l'altra idea fondamentale, secondo cui, nell'esecuzione dell'originario contratto di società, nessun altro interesse può essere legittimamente perseguito, al di fuori dell'interesse “comune” ed originario dei soci (che è poi l'interesse tipico alla massimizzazione dell'utile ricavabile dall'investimento iniziale.»: così LIBERTINI M. – *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003. Appunti per un corso di diritto commerciale*, cit., p. 199.

<sup>(81)</sup> La norma presentava peraltro notevoli problemi applicativi – concernenti in particolare i limiti alle competenze “delegate” all'assemblea e la responsabilità per le scelte gestorie soprattutto ove gli amministratori avessero fatto uso della possibilità di sottoporre determinate questioni all'organo assembleare – per la rassegna dei quali si rinvia, *ex pluribus*, a CALANDRA BUONAURA V. – *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1985.

gli amministratori della cui responsabilità si delibera – e quindi solo in un quadro di proprietà diffusa tipico delle *public companies* nordamericane.

Le norme di diritto positivo si dimostravano invece sensibilmente meno efficaci a fronte della realtà fattuale, ove si registrava e ancora si registra la sistematica presenza di maggioranze consolidate, che esprimono l'organo amministrativo e instaurano con esso un solido dialogo in sede extrassembleare; a fronte di tale stabile assetto proprietario diviene comprensibile l'elevato livello di assenteismo da parte degli azionisti non riconducibili alla figura del socio (o della coalizione) di controllo, assenteismo che non fa che rafforzare la posizione della maggioranza stessa e quindi cagionare il venir meno da parte dell'assemblea a quel ruolo di interlocutrice del *management* a cui era stata designata dal legislatore <sup>(82)</sup>. La peculiarità italiana dell'elevato livello di cristallizzazione degli assetti concorreva peraltro – del pari con svariati altri importanti fattori di cui non si tratterà in questa sede, quali ad esempio l'eccessiva burocrazia, i tempi biblici della macchina della giustizia, il preoccupante livello di corruzione – a scoraggiare l'ingresso in società di soggetti, specie stranieri, intenzionati a divenire azionisti-investitori, così contraddicendo il palese tentativo del legislatore di fare della società per azioni uno strumento efficiente per la raccolta del capitale di rischio <sup>(83)</sup>.

Nel vigore del codice civile del 1942 il fenomeno della dissociazione tra proprietà e controllo è dunque una realtà di fatto. Il dibattito nazionale sulla più corretta composizione di tale dissociazione prende ufficialmente le mosse nel 1956, quando il primo volume di Rivista delle società ospita due interventi sul tema, a firma Tullio Ascarelli e Giuseppe Ferri <sup>(84)</sup>. Il primo Autore, assestato su posizioni di matrice contrattualista, sottolineava – correttamente – la fisiologicità dello iato tra la titolarità delle azioni e il potere di dirigere la società <sup>(85)</sup>, rilevava che il fenomeno finiva

---

<sup>(82)</sup> «Il dominio della c.d. maggioranza di controllo (*i.e.* dei gruppi minoritari di controllo) rende l'organo 'sovrano' un mero simulacro, l'assemblea dei soci un 'parco buoi' (tutt'al più) da foraggiare con un (buon) dividendo, mentre è la 'maggioranza' che nomina sia gli amministratori sia i controllori (il collegio sindacale).»: così CHIAPPETTA F. – *Diritto del governo societario. La corporate governance delle società quotate*, *cit.*, p. 21.

<sup>(83)</sup> Un chiaro indice dell'intenzione del legislatore di creare un modello che potesse agevolmente rivolgersi al mercato era costituito ad esempio dalla disciplina – rimasta però sostanzialmente sulla carta – delle azioni al portatore, che, garantendo l'anonimato volevano rappresentare un investimento fiscalmente competitivo.

<sup>(84)</sup> Si fa riferimento rispettivamente ad ASCARELLI T. – *I problemi delle società anonime per azioni*, in Riv. Soc., 1956, p. 3, e a FERRI G. – *Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, in Riv. Soc., 1956, p. 35.

<sup>(85)</sup> «Il controllo preconstituito e la dissociazione tra proprietà e controllo non può perciò essere considerato come un fenomeno patologico e anormale, ma come inevitabile conseguenza della stessa costituzione della società e poi della grande impresa e della necessaria raccolta di grandi capitali.»: così ASCARELLI T. – *I problemi delle società anonime per azioni*, *cit.*, p. 13.

per «tradursi nella mancanza di quel parallelismo tra potere e rischio, che invece costituisce sostanzialmente la premessa della nostra disciplina, imperniata sulla ipotesi, ormai irreali nelle grandi società con azioni diffuse nel pubblico, che il gruppo di controllo simultaneamente detenga la maggioranza del capitale e che alla misura del potere esercitato dal gruppo del controllo corrisponda un rischio proporzionale attraverso un corrispondente investimento nella società.»<sup>(86)</sup> e, coerentemente, sosteneva la valorizzazione dell'autotutela dei soci; il contributo, dai chiari sapori istituzionalisti, del secondo Autore propugnava invece un differente approccio alla tutela dell'azionista, incentrato sull'eterotutela di stampo pubblicitario<sup>(87)</sup>. Tale dibattito assume una notevole importanza in chiave diacronica in quanto costituisce il principale impulso dottrinale per l'avvio dell'opera di riscrittura delle regole in materia di grande società quotata, che segnerà la prima importante tappa con la promulgazione della c.d. miniriforma delle società per azioni del 1974.

## 2.2. La c.d. miniriforma del '74

La L. 216/1974<sup>(88)</sup> costituisce la prima significativa presa d'atto da parte del legislatore italiano delle notevoli differenze tra la società per azioni c.d. chiusa non facente ricorso al mercato del capitale di rischio e la società emittente azioni quotate sui mercati regolamentati<sup>(89)</sup>, e in particolare, in quest'ultima, della compresenza di due tipologie di soci, contraddistinte da differenti propensioni all'investimento: accanto all'azionista-imprenditore interessato alla gestione della società e al perseguimento di politiche a lungo spettro, che sostanzialmente si identifica nella maggioranza di controllo, viene riconosciuta – non solo legittimandone la condotta, ma

<sup>(86)</sup> ASCARELLI T. – *I problemi delle società anonime per azioni*, cit., p. 11.

<sup>(87)</sup> «il problema attuale è soprattutto quello di integrare la deficiente autotutela dell'azionista, in parte volontaria, ma in parte necessaria in quanto inerente alla limitatezza della sua partecipazione. Questa integrazione non può a mio avviso attuarsi se non al di sopra della volontà dell'azionista e al di fuori di essa.»: così FERRI G. – *Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, cit., p. 51.

<sup>(88)</sup> L. 7 giugno 1974, n. 216 – *Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, recante disposizioni relative al mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei titoli azionari*, pubblicata in G.U. n. 149 dell'8 giugno 1974, disponibile al seguente indirizzo Internet: <http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/normativa/leg216.htm?symbblink=/main/trasversale/risparmiatori/ruolo/legge.html>; il D.l. n. 95/1974 è pubblicato in G.U. n. 94, del 9 aprile 1974, con avviso di rettifica pubblicato in G.U. n. 98, del 13 aprile 1974; vi daranno attuazione i D.p.r. nn. 136, 137 e 138 del 31 marzo 1975.

<sup>(89)</sup> «tutto il sistema dei controlli e dell'informazione introdotto con la riforma del 74/75 ruota intorno alla borsa e alla negoziazione di borsa. Riduttivamente qualificato, nelle prime valutazioni, come 'miniriforma', l'insieme delle innovazioni realizzate con i provvedimenti citati si è rivelato, invero, più incisivo e innovativo di quanto la prima, affrettata lettura potesse indurre a fare ritenere: perché esso ha gettato le basi, in realtà, di una nuova filosofia dei controlli e dell'informazione, così come ha creato i presupposti della (nuova) disciplina del mercato finanziario.»: così PIRAS A. – *L'organizzazione dei controlli interni ed esterni*, in Abbadessa P., Rojo A. (a cura di), *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, Milano, Giuffrè, 1993, p. 328.

incentivandone addirittura la presenza, vista come un mezzo per il perseguimento della capitalizzazione della società – la figura dell'azionista-risparmiatore interessato esclusivamente all'aspetto economico del proprio investimento (e più precisamente alla percezione degli utili <sup>(90)</sup>) e abbracciante ottiche di breve periodo.

Con un intervento che può essere detto caratterizzato da profondo realismo-pragmatismo, la “miniriforma” dettava una disciplina differenziata per le società che fanno ricorso al mercato mobiliare, rinunciando all'utopistico coinvolgimento diretto di quanti più azionisti possibili ai lavori assembleari <sup>(91)</sup>, e prevedendo anzi la possibilità che la società emetta azioni di risparmio, ovvero titoli privi del diritto di voto, dotati di particolari diritti a carattere patrimoniale <sup>(92)</sup>.

---

<sup>(90)</sup> Come verrà sottolineato *infra*, par. 2.2.2. b), merita segnalare che nella prassi delle transazioni finanziarie anche la percezione degli utili non costituisce (o perlomeno non rappresenta l'esclusivo) elemento risolutivo per determinare i potenziali azionisti-risparmiatori all'investimento: le scelte di compravendita delle azioni sono molto più spesso determinate dall'opportunità di sfruttare le oscillazioni dei mercati finanziari e percepire la differenza tra il prezzo d'acquisto e di successiva rivendita delle azioni.

<sup>(91)</sup> Già la *Relazione* a COMMISSIONE DE GREGORIO – *Schema di Disegno di legge concernente la riforma della disciplina delle società commerciali*, 1964, in Riv. Soc., 1966, p. 93, nonché in S. Scotti Camuzzi, *La riforma delle società di capitali in Italia. Progetti e documenti*, Milano, Giuffrè, 1966, p. 184 ss., sottolineava (p. 105) che «Il principio della limitazione della responsabilità [...] si è rivelato base e strumento, unitamente alla incorporazione delle partecipazioni azionarie in titoli e alla organizzazione dei mercati mobiliari, per forme di risparmio e per organizzazioni produttive che nel passato erano sconosciute. Da società di imprenditori la società per azioni è diventata sempre di più strumento di raccolta dei risparmi di vaste categorie sociali e di indirizzo dei risparmi alle imprese produttive [...]. Una parte importante della ricchezza è passata da mani individuali a grandi società finanziate dal risparmio del pubblico e il potere di decidere si è trasferito dai proprietari ai dirigenti.», nonché (p. 134) che «si pone il problema di adeguare la disciplina legislativa alle esigenze e alla situazione di fatto nella quale si trovano i piccoli e i medi risparmiatori, che non costituiscono né vogliono né possono costituire dei soci attivi e vigili alla gestione dell'impresa, bensì dei risparmiatori che affidano i loro risparmi all'impresa per averne adeguata remunerazione, evitare i rischi di svalutazione monetaria e partecipare agli incrementi che possono derivare dal successo dell'impresa. Ciò anche in relazione al principio sancito dall'art. 47 della Costituzione, secondo cui è compito della Repubblica di incrementare il piccolo risparmio incanalandolo verso attività produttive.». CHIAPPETTA F. – *Diritto del governo societario. La corporate governance delle società quotate, cit., sub n. 7*, p. 16, ritiene che il ricorso all'emissione di azioni a voto limitato abbia svolto un ruolo rilevante quale strumento di separazione tra proprietà e controllo nelle società quotate.

<sup>(92)</sup> In particolare, l'art. 1 della l. 216/1974 sanciva la conversione in legge dell'art. 14 d.l. 95/1974 nel seguente testo: Articolo 14. – [1.] Le società le cui azioni ordinarie sono quotate in borsa possono emettere azioni prive del diritto di voto, privilegiate nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale, per un ammontare che non superi, in concorso con quello delle azioni con voto limitato emesse ai sensi dell'articolo 2351 del codice civile, la metà del capitale sociale. Tali azioni devono contenere la denominazione di "azioni di risparmio" in aggiunta alle indicazioni prescritte dall'articolo 2354 del codice civile. [2.] Le azioni di risparmio possono essere emesse tanto in sede di aumento del capitale sociale, osservando le disposizioni dell'articolo 2441 del codice civile, quanto in sede di conversione di azioni già emesse, ordinarie o di altra categoria. Il diritto alla conversione è attribuito ai soci con deliberazione dell'assemblea straordinaria, che ne determina le condizioni e il periodo e le modalità di esercizio. [3.] Le azioni di risparmio possono essere al portatore, salvo il disposto del secondo comma dell'articolo 2355 del codice civile, e sono ammesse di diritto alla quotazione nelle borse in cui sono quotate le azioni ordinarie della società. [4.] Le azioni di risparmio, salvo quanto stabilito nei successivi commi e nell'articolo 15, attribuiscono gli stessi diritti delle azioni ordinarie. [5.] I possessori delle azioni di risparmio non hanno il diritto di intervenire nelle assemblee della società né quello di richiederne la convocazione. Della parte del capitale sociale rappresentata dalle azioni di risparmio non si tiene conto ai fini della costituzione dell'assemblea e della validità delle deliberazioni, né per il calcolo delle aliquote stabilite dagli articoli 2367, primo comma, e 2393, terzo e quarto comma, del codice civile. [6.] In caso di aumento del capitale sociale i possessori di azioni di risparmio hanno diritto di ricevere in opzione azioni di risparmio di nuova emissione e in

Il legislatore decideva di contemperare l'esigenza di attrarre investimenti con quella di evitare che l'ambito dei soggetti cui è demandato l'esercizio dei diritti amministrativi andasse eccessivamente a restringersi, trovando una sintesi nella previsione (co. 1) secondo cui le azioni di risparmio concorrono al limite già previsto dall'art. 2351 c.c. per l'emissione di azioni con voto limitato, che corrisponde alla metà del capitale sociale: si voleva in altri termini evitare una concentrazione del potere decisionale in capo a pochi azionisti, e così contenere il fenomeno della dissociazione tra rischio e potere <sup>(93)</sup>.

Il fatto che i soci-risparmiatori vengano privati del potere decisionale in assemblea (che comunque di fatto non si dimostravano interessati a esercitare) non deve naturalmente farli ritenere privi di qualsivoglia forma di tutela: il diritto di *voice* veniva sostituito da strumenti di eterotutela quali il controllo esterno da parte di un'autorità di vigilanza indipendente (la neointrodotta Consob) e la certificazione delle scritture contabili e del bilancio da parte di un soggetto esterno (un revisore contabile o una società di revisione iscritti nell'apposito registro dei revisori – oggi revisore legale dei conti e società di revisione legale <sup>(94)</sup>), ai quali venivano a sommarsi precisi oneri di trasparenza in capo alla società <sup>(95)</sup>. Gli obblighi di *disclosure* mirano infatti a sopperire al cronico disinteresse degli azionisti di minoranza, che si traduceva nella mancata richiesta di informazioni alla società: la messa a disposizione dell'informazione societaria, da onere subordinato alla richiesta da parte dei

---

mancanza, o per la differenza, azioni ordinarie. [7.] Gli amministratori che emettono azioni di risparmio senza l'indicazione prescritta nel primo comma sono puniti con l'ammenda da lire 1 milione a lire 5 milioni. Dà conto del dibattito che ha preceduto l'introduzione delle azioni di risparmio CAMPOBASSO G. F. – *Le azioni di risparmio nel progetto di riforma delle società commerciali*, in Banca, Borsa e titoli di credito, 1969, p. I/69; cfr. anche BIONE M. – *Le azioni di risparmio fra mito e realtà*, in Giur. comm., 1975, p. 164, nonché DE ACUTIS M. – *Le azioni di risparmio*, Milano, Giuffrè, 1981.

<sup>(93)</sup> Non è questa la sede per una disamina di tale aspetto della disciplina, ma non appare peregrino domandarsi se, alla luce della riforma del 2003-04, tale limite abbia ancora ragion d'essere.

<sup>(94)</sup> La materia è stata infatti successivamente oggetto del D.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39 – *Attuazione della direttiva 2006/43/CE, relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati, che modifica le direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE, e che abroga la direttiva 84/253/CEE*, pubblicato in G.U. n. 68 del 23 marzo 2010 - Supplemento Ordinario n. 58, disponibile all'indirizzo <http://www.camera.it/parlam/leggi/deleghe/10039dl.htm>: si precisa dunque che ogni riferimento alla figura del revisore contabile o alla società di revisione va ora inteso alle figure del revisore legale dei conti e della società di revisione legale.

<sup>(95)</sup> Già la *Relazione* a COMMISSIONE DE GREGORIO – *Schema di Disegno di legge concernente la riforma della disciplina delle società commerciali*, cit., p. 134, riteneva necessaria «la instaurazione di un efficiente sistema di pubblicità che consenta al pubblico dei risparmiatori, e, in certa misura, di tutti gli operatori economici direttamente o indirettamente interessati alla vita della società, di conoscerne le vicende amministrative più importanti».

soci, diveniva dunque un obbligo imposto legislativamente, al cui ottemperamento veniva posta a presidio la neonata commissione di vigilanza <sup>(96)</sup>.

### 2.3. Dal TUF alla riforma organica del 2003

Il 1998 vede in apertura d'anno, dopo una lunga gestazione, l'emanazione, per la prima volta in un testo organico, della legislazione speciale in materia di società quotate, segno della maturata convinzione che fosse necessario dotare le società italiane ad azionariato diffuso degli strumenti giuridici necessari per far fronte, anche in una prospettiva di competizione sui mercati internazionali, alle sfide della progressiva globalizzazione dell'economia <sup>(97)</sup>, e che al contempo la disciplina del mercato borsistico italiano necessitasse di essere adeguata a quelle dei principali Paesi. Merita però segnalare che, in ragione dei limiti di cui alla legge delega <sup>(98)</sup>, la Legge Draghi non poteva occuparsi di *corporate governance*, e più precisamente dell'organo amministrativo. Una prima disciplina dell'organo gestorio sarà dunque introdotta solamente l'anno successivo, con l'adozione del Codice di autodisciplina delle società quotate elaborato da Borsa italiana S.p.A. <sup>(99)</sup>.

Per quanto rileva in questa sede, il Testo Unico della Finanza <sup>(100)</sup>, pur contraddistinguendosi per l'ampio spazio riservato all'autonomia statutaria, opera diverse scelte che vanno nella direzione

<sup>(96)</sup> Secondo GAMBINO A. – *Tutela delle minoranze*, in Bonelli F., Buonocore V., Corsi F., Costi R., Ferro-Luzzi P., Gambino A., Jaeger P.G., Patroni Griffi A. (a cura di), *La riforma delle società quotate – Atti del convegno di studio. S.M. Ligure, 13-14 giugno 1998*, Milano, Giuffrè, 1998, p. 140, «il grande tema dell'informazione [...] rappresenta la pietra angolare su cui, a partire dal 1974, si è costruito l'intero edificio della tutela dei soci di minoranza nelle società quotate [...]».

<sup>(97)</sup> MARCHETTI P. – *Osservazioni sui profili societari della bozza di TU dei mercati finanziari*, in Riv. Soc., 1998, p. 140, individua la linea ispiratrice della riforma del 1998 nel *favor* da parte del legislatore per il ricorso al mercato dei capitali di rischio, affermando peraltro (*Id.*, p. 141) che l'obiettivo della tutela delle minoranze e del risparmio esclude necessariamente una visione istituzionalistica dell'impresa.

<sup>(98)</sup> L. 6 febbraio 1996, n. 52 – *Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee* (c.d. Legge comunitaria 1994), pubblicata in G.U. n. 34 del 10 febbraio 1996, s. o. n. 24.

<sup>(99)</sup> Cfr. BORSA ITALIANA S.P.A. – COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE – *Codice di autodisciplina*, 1999: [http://www.ecgi.org/codes/documents/codice\\_di\\_autodisciplina.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/codice_di_autodisciplina.pdf). La seconda edizione del Codice, pubblicata nel 2006, è disponibile all'indirizzo [http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2006/codiceautodisciplina\\_pdf.htm](http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2006/codiceautodisciplina_pdf.htm). Il Codice di autodisciplina – pur richiamato dal Regolamento emittenti – costituisce una raccolta di *best practices* e un esempio di *soft law*, essendo adottato su base volontaria e avendo accolto il c.d. principio *comply-or-explain*. Ciò nondimeno il ruolo e l'influenza dell'autodisciplina non vanno sminuiti (cfr. in proposito MARCHETTI P. – *Il potere decisionale gestorio nella s.p.a.*, cit., p. 475, il quale addirittura rivendica uno spazio per l'utilizzo del Codice di Autodisciplina anche a livello di interpretazione della norma di legge).

<sup>(100)</sup> D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 – *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52*, pubblicato nel supplemento ordinario alla G.U. n. 71 del 26 marzo 1998. Il testo originario del Testo Unico è disponibile al seguente indirizzo Internet [http://www.consob.it/main/regolamentazione/tuf/storico\\_TUF.html](http://www.consob.it/main/regolamentazione/tuf/storico_TUF.html).

della riduzione della centralità dell'organo assembleare: il *favor* per il voto per corrispondenza e per la sollecitazione e la raccolta delle deleghe di voto (artt. 127 e 136-144) va infatti ad agevolare l'espressione del voto anticipata rispetto alla celebrazione dell'adunanza, e quindi a minare l'idea tradizionale dell'assemblea quale luogo in cui, a seguito di un dibattito ove trovano debita sintesi le molteplici idee e orientamenti, maturano gli indirizzi fondamentali da imprimere alla società; sia la delega, che deve essere necessariamente corredata da istruzioni di voto (*ex art. 142, co. 1*, che vieta di rilasciare le c.d. deleghe "in bianco"), che il voto per corrispondenza, necessitando di una previa maturazione dell'orientamento da assumere, contribuiscono ad attribuire centralità al momento del voto, a scapito della discussione che dovrebbe precederlo <sup>(101)</sup>. Anche la legittimazione dei c.d. sindacati di voto (art. 122) concorre a minare la centralità assembleare, perlomeno nel caso in cui questi non si risolvano in un puro accordo di preventiva consultazione, ma vincolino la maggioranza di controllo: l'assemblea diviene in altri termini la mera occasione per ratificare decisioni assunte altrove, precedentemente alla celebrazione della stessa. Com'è noto, inoltre, i sindacati che deliberano a maggioranza costituiscono – nell'ipotesi che i paciscenti, al momento della votazione in assemblea, rispettino la decisione preventivamente assunta dalla maggioranza del patto – un potenziale *vulnus* al principio di maggioranza, in quanto la decisione di una porzione del capitale sociale non necessariamente maggioritaria può di fatto influenzare in misura determinante l'esito dei lavori assembleari <sup>(102)</sup>.

Un altro elemento caratterizzante la disciplina del Testo Unico è rappresentato dall'ampliamento degli obblighi di informazione in capo agli amministratori. Il Capo I del Titolo III, dedicato all'informazione societaria, prevede infatti per l'emittente l'onere di pubblicare (art. 113) il prospetto di quotazione e di effettuare le comunicazioni al pubblico di cui all'art. 114, e conferisce inoltre alla Consob (art. 115) il potere-dovere di vigilare sulla correttezza dell'informazione fornita dalla società <sup>(103)</sup>. La previsione di doveri di informazione per l'emittente

---

<sup>(101)</sup> «il voto per corrispondenza costituisce un'evidente disapplicazione del metodo collegiale [...] giustificata dalla volontà legislativa di estendere la possibilità di concorrere all'assunzione della deliberazione ad azionisti che non avrebbero comunque partecipato alla riunione assembleare e di rendere così più facile il raggiungimento di *quorum* costitutivi eventualmente previsti, ed è compensata da un ampliamento della informazione assembleare che l'adozione del voto per corrispondenza impone»: così COSTI R. – *Il mercato mobiliare, cit.*, p. 353.

<sup>(102)</sup> Nell'ipotesi di scuola della partecipazione del 100 % del capitale sociale alle assemblee, per controllare l'assemblea stessa basterebbe la detenzione di azioni con diritto di voto per un valore superiore al 25 % complessivo, in un patto che rappresenta il 50 % + 1 del capitale sociale; essendo la partecipazione effettiva alle assemblee decisamente inferiore, la soglia del controllo di fatto si abbassa sensibilmente, e con essa cala anche la misura della partecipazione complessiva necessaria per imporre la propria politica all'interno del sindacato che raggruppa la maggioranza, e attraverso questo controllare la società.

<sup>(103)</sup> Il TUF prevede inoltre (art. 120) particolari obblighi di comunicazione per i detentori di partecipazioni considerate rilevanti, nonché la *disclosure* (artt. 122-124) relativamente agli eventuali patti parasociali stipulati.

appare oltremodo doverosa proprio a fronte del *favor* legislativo per la valorizzazione del voto a distanza e delle deleghe. Venendo infatti sostanzialmente sminuito il ruolo della fase dibattimentale, che originariamente voleva costituire il momento per far giungere l'informazione agli azionisti – *rectius*, la fase in cui i soci avrebbero potuto attivarsi per richiedere agli amministratori le notizie sull'andamento della società e i chiarimenti necessari – l'informazione, che costituisce il presupposto per il consapevole esercizio dei diritti sociali, sia di *voice* che di *exit* <sup>(104)</sup>, diviene compito “istituzionale” dell'organo amministrativo, cui esso dovrà attendere in sede assembleare, ma anche in un momento precedente la celebrazione dell'assemblea: l'art. 130 contempla infatti il diritto dei soci – indipendente dall'aliquota di capitale sociale detenuta – di prendere visione della documentazione relativa alle assemblee già convocate (ponendo però in capo all'interessato l'onere di sostenere le spese per ottenere copia di tale documentazione) <sup>(105)</sup>.

Relativamente alla partecipazione degli azionisti il Testo Unico *sembra* dettare regole destinate ad avere effetti tra loro configgenti: se da un lato l'ammissibilità della partecipazione a distanza e la delega del voto vogliono costituire ulteriori mezzi a disposizione del socio per renderne più agevole l'esercizio dei propri diritti amministrativi, la previsione di soglie minime per l'esercizio degli stessi *pare* voler rappresentare un disincentivo per i piccoli azionisti. L'apparente antinomia trova in realtà una coerente composizione nella considerazione che il TUF riconosce e valorizza il ruolo delle minoranze *qualificate* (e organizzate) <sup>(106)</sup>: sono queste ultime ad avere una struttura e degli interessi tali da poterle spingerle *proficuamente* all'attivismo <sup>(107)</sup>; è a queste, e non

---

<sup>(104)</sup> Cfr. MARCHETTI P. – *Osservazioni sui profili societari della bozza di TU dei mercati finanziari*, cit., p. 144, secondo cui «La tutela rappresentata dall'*exit* evidentemente presuppone un mercato capace di recepire nei prezzi la massima informazione possibile.».

<sup>(105)</sup> Secondo GAMBINO A. – *Tutela delle minoranze*, cit., p. 140, la norma di cui all'art. 130 è «funzionale all'interesse degli investitori all'esame preventivo della documentazione assembleare con i dati contabili e gestionali in essa contenuti. Solo attraverso tale preventiva analisi delle ragioni delle proposte del *management* l'investitore è in grado di esprimere il voto in assemblea, non certo a seguito della discussione democratica immaginata a tutela delle minoranze.».

<sup>(106)</sup> MONTALENTI P. – *Amministrazione, controllo, minoranze nella legge sul risparmio*, cit., p. 975 considera, condivisibilmente, la «tutela delle minoranze l'architrave della riforma»; merita peraltro ricordare come tale impostazione fosse coerente con le indicazioni di cui alla legge-delega, che all'art. 21, co. 4 così prevedeva «In sede di riordinamento normativo delle materie concernenti gli intermediari, i mercati finanziari e mobiliari e gli altri aspetti comunque connessi potrà essere altresì modificata la disciplina relativa alle società emittenti titoli sui mercati regolamentati, con particolare riferimento al collegio sindacale, ai poteri delle minoranze, ai sindacati di voto e ai rapporti di gruppo, secondo criteri che rafforzino la tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza.».

<sup>(107)</sup> Così COSTI R. – *Il mercato mobiliare*, cit., p. 350: «La disciplina introdotta dal Testo Unico [...] tende, ad un tempo, a facilitare l'assunzione di deliberazioni e a premiare le minoranze “attive”, che prendono parte ai lavori assembleari.».

ai singoli azionisti disorganizzati <sup>(108)</sup>, che il legislatore ha (consapevolmente) reso accessibili i nuovi strumenti di tutela <sup>(109)</sup>. Emblematica in tal senso è, sempre relativamente alla Parte IV in tema di emittenti, la Sezione II del Capo II, rubricata *tutela delle minoranze*, che contempla in particolare i diritti di richiedere la convocazione dell'assemblea (art. 125), di esperire la denuncia al collegio sindacale (art. 128, co. 1) e al tribunale (art. 128, co. 2) e di esercitare l'azione sociale di responsabilità (art. 129) <sup>(110)</sup>. Nello specifico, il Testo Unico è andato a ridurre le aliquote di capitale sociale necessarie per convocare l'assemblea (l'art. 125 è stato successivamente abrogato, perché la norma è stata recepita dall'art. 2367 c.c., emendato dalla riforma organica del 2003, che ne ha esteso l'applicabilità a tutte le società quotate), promuovere il controllo giudiziario (art. 128) ed effettuare la denuncia al collegio sindacale (art. 129); ha per la prima volta introdotto l'azione sociale di responsabilità della minoranza, esperibile con il voto del 5% del capitale sociale (art. 129; tale diritto sarà poi esteso a tutte le società per azioni dalla riforma del 2003), il diritto di prendere visione di tutti gli atti depositati presso la sede sociale (130) e previsto la rappresentanza della minoranza nel collegio sindacale (art. 148, co. 2); ha inoltre introdotto la previsione di *quorum* qualificati (minoranza di blocco) per l'adozione di talune delibere di competenza dell'assemblea straordinaria (art. 126).

Il D.lgs. 58/1998 dunque, coerentemente con la "miniriforma" del '74, prende atto delle diversità fisiologiche tra azionisti-risparmiatori e azionisti-investitori <sup>(111)</sup>, ma contrariamente al

---

<sup>(108)</sup> Secondo GAMBINO A. – *Tutela delle minoranze*, cit., p. 144, «Scompare qualsiasi suggestione di tutela del piccolo azionista nel nome delle istanze di democrazia assembleare conseguenti alla denuncia della dissociazione tra proprietà e controllo nella grandi società per azioni.»; il concetto viene ribadito a p. 147: «nel nuovo sistema delle società quotate, è stata abbandonata ogni tutela assembleare del piccolo azionista». Ritiene ANGELICI C. – *Le "minoranze" nel decreto 58/98: «tutela» e «poteri»*, cit., p. 227, sub n. 51, che il riaffermato principio di parità di trattamento di cui all'art. 92 TUF sia funzionale alla tutela in senso tecnico delle minoranze.

<sup>(109)</sup> CAMPOBASSO G.F. – *Diritto commerciale*, cit., p. 205, afferma che «la realizzazione di un sistema di tutela più efficace degli azionisti di minoranza, volto espressamente ad incentivare e rafforzare il ruolo di vigilanza sul gruppo di comando degli investitori istituzionali, costituisce uno dei motivi ispiratori di fondo della riforma delle società quotate del 1998.».

<sup>(110)</sup> La norma riserva (co. 1) tale opportunità ai soli azionisti che siano iscritti nel libro soci da almeno sei mesi, con il chiaro intento di evitare utilizzi strumentali e distorti del rimedio da parte di soggetti non realmente interessati alla gestione della società nel lungo periodo.

<sup>(111)</sup> Cfr. in questo senso ANGELICI C. – *Le "minoranze" nel decreto 58/98: «tutela» e «poteri»*, cit., p. 225: «l'assemblea tend[e] a divenire non il luogo ove può esplicarsi un nuovo attivismo degli azionisti-risparmiatori, bensì una sorta di stanza di compensazione nella quale perseguire (o più probabilmente ratificare) accordi tra il *management* ed i grandi investitori, tra l'industria e la finanza istituzionale.»: risulta dunque definitivamente «abbandonata la visione romantica dell'azionista-risparmiatore e della sua tutela», a favore del rafforzamento della posizione dei grandi azionisti. L'Autore, più specificamente, sottolinea (*Id.*, p. 219) come la nuova disciplina dell'azione sociale di responsabilità costituisca uno strumento di *voice* destinato tipicamente ai grandi azionisti (investitori istituzionali o soci appartenenti alla coalizione di controllo, quale strumento di pressione nei confronti degli amministratori, di cui forse non vi era bisogno) e non alle minoranze che asseritamente si intendeva tutelare: «le nuove soluzioni legislative tendono a ridisegnare i rapporti tra piccoli azionisti [...] ed investitori istituzionali: in ultima analisi a rafforzare la posizione dei

precedente intervento valorizza il ruolo di questi ultimi – con una scelta mirata a stimolare l’interesse al mercato finanziario italiano da parte degli investitori istituzionali – e più in generale delle minoranze organizzate, non più tramite la sola eterotutela, demandata principalmente alla vigilanza ad opera della Consob, bensì favorendo l’autotutela mediante la dotazione delle minoranze qualificate di precisi strumenti (artt. 125-135) rientranti nel novero dei c.d. diritti di *voice* <sup>(112)</sup>.

La legislazione societaria che nasce con il Testo Unico mira in ultima analisi a permettere all’assemblea di esercitare un effettivo controllo, presupposto questo fondamentale per una virtuosa dialettica, e quindi per un più solido governo societario <sup>(113)</sup>. Tale dialettica si svilupperà però, perlomeno nella grande società quotata, realisticamente tra la maggioranza e le sole minoranze significative: è a queste ultime che il legislatore tende la mano, perché facciano uso dei propri diritti – il cui novero viene ampliato e il cui esercizio viene facilitato mediante l’abbassamento delle aliquote necessarie – in sede assembleare; solo in quest’ultimo senso l’assemblea, che per altri versi risulta svuotata dei connotati originari, può ancora mantenere la propria ragion d’essere.

\* \* \*

---

secondi ed a circoscrivere le possibilità di intervento dei primi.» (*Id.*, p. 223); ritiene però al contempo (*Id.*, pp. 221-222) che il nuovo sistema non avesse creato gli incentivi idonei a indurre gli investitori istituzionali a operare a tutela, seppure indiretta, del risparmio diffuso e da essi non gestito, perché l’esercizio dell’azione sociale di responsabilità o la richiesta di convocare l’assemblea si sarebbero dimostrati controproducenti, inducendo i piccoli azionisti all’*exit*, e al conseguente ribasso delle quotazioni a danno degli stessi investitori istituzionali. Cfr. anche GAMBINO A. – *Tutela delle minoranze*, *cit.*, p. 137, secondo cui «con la disciplina del T.U., anziché stimolare il piccolo azionista disorganizzato e inesperto alla partecipazione alla assemblea perché possa controllare personalmente la gestione della sua proprietà, si intende proporgli una gestione professionale del suo patrimonio mobiliare [...]. Al piccolo azionista viene offerto un sistema finanziario, che garantisca la tutela del suo interesse patrimoniale sia per il reddito che per l’*exit*, ben più di quanto egli non possa sperare di ottenere da una assidua (e costosa) partecipazione alle decisioni assembleari.».

<sup>(112)</sup> Naturalmente la valorizzazione della *voice* degli azionisti comporta dei costi: MARCHETTI P. – *Osservazioni sui profili societari della bozza di TU dei mercati finanziari*, *cit.*, p. 147, si domandava se non fosse coerente, una volta assicurati alle società uno zoccolo duro di controlli e al mercato un’ampia informazione, lasciare la parola agli statuti quanto all’organizzazione sociale e al coinvolgimento societario delle minoranze.

<sup>(113)</sup> A proposito del tema della valorizzazione della partecipazione dei grandi azionisti nella riforma del 1998 e della necessità di una dialettica societaria, ROSSI G. – *Capitalismo opaco*, *cit.*, p. 38, svolge la propria riflessione nei seguenti termini: «Quando il manager diventa il padrone assoluto dell’azienda, quando il consiglio d’amministrazione e l’assemblea non possono esercitare un vero controllo, allora il rischio di prendere decisioni sbagliate e di condurre l’impresa alla catastrofe diventa enorme, perché chi non è soggetto alla dialettica compie più facilmente errori, e tende a nascondersi. Ecco perché l’impresa ha bisogno di essere governata. Come scrisse Keynes: è sorprendente a quante follie uno può credere, in economia, se pensa troppo da solo.».

La riforma organica del 2003-2004 <sup>(114)</sup> segna un riavvicinamento della disciplina codicistica a quella dettata nel Testo Unico della Finanza: nell'ambito di un intervento che si caratterizza per l'ampliamento del rilievo assegnato all'autonomia statutaria relativamente ai rapporti tra soci e per l'introduzione di regole imperative riguardanti l'architettura societaria <sup>(115)</sup>, numerose delle soluzioni elaborate per le grandi società quotate vengono infatti estese a tutte le società per azioni <sup>(116)</sup>.

Il legislatore del 2003 persegue dichiaratamente l'intento di incentivare l'investimento nel mercato azionario e, più in generale, di ampliare i canali di finanziamento della s.p.a., anche allargandone la base azionaria <sup>(117)</sup>. La riforma costituisce inoltre l'occasione per adeguare il diritto positivo a diversi importanti fenomeni invalsi nella prassi, e che non risultavano ancora disciplinati. Il riferimento va in primo luogo alla tematica – estremamente insidiosa, di cui non è possibile dare compiutamente conto nella presente sede – dei gruppi di società (art. 2497 ss. c.c.): il rapporto tra proprietà e gestione assume peraltro caratteri estremamente peculiari nelle società controllate, i cui azionisti possono trovarsi a subire gli effetti, potenzialmente perniciosi, di decisioni strategiche assunte dal *management* della società capogruppo). Viene inoltre estesa anche alle società non quotate, sia pure accogliendo alcune differenti soluzioni di dettaglio, la disciplina dettata dal TUF in tema di patti parasociali (artt. 2341-*bis* e 2341-*ter* c.c.), che si è già sottolineato essere potenzialmente deflagranti rispetto al principio plutocratico di proporzionalità tra rischio e potere decisionale.

---

<sup>(114)</sup> D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 5 – *Definizione dei procedimenti in materia di diritto societario e di intermediazione finanziaria, nonché in materia bancaria e creditizia, in attuazione dell'art. 12 della l. 3 ottobre 2001, n. 366*, e D. Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 – *Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della l. 3 ottobre 2001, n. 366*, entrambi pubblicati in G.U. 22 gennaio 2003, n. 17, supplemento ordinario n. 8.

<sup>(115)</sup> Più precisamente, la riforma ha contemporaneamente esaltato l'autonomia statutaria, ma anche confermato o addirittura introdotto *ex novo* regole organizzative di carattere imperativo: cfr. in tal senso MONTALENTI M. – *La riforma del diritto societario: profili generali*, in S. Ambrosini (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, Torino, Giappichelli, 2005, I, p. 36, che così recita «Il legislatore si è mosso su due piani che non devono essere tra loro confusi: il piano dei rapporti tra i soci, connotato dal grande spazio affidato all'autonomia privata e alla negozialità, e il piano della tutela della funzionalità dello strumento societario, caratterizzato da un nucleo forte di imperatività»; costituiscono esempi di imperatività la tassatività dei modelli di *governance*, la disciplina dei controlli, le regole sulla contabilità, ma soprattutto, per quanto qui rileva, la divisione di competenze fra assemblea e organo amministrativo.

<sup>(116)</sup> Secondo LIBERTINI M. – *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003. Appunti per un corso di diritto commerciale*, cit., p. 206, «il legislatore del 2003 ha improntato con coerenza (con maggior coerenza rispetto al passato) la disciplina della s.p.a. all'idea che essa costituisca strumento funzionale all'efficiente gestione di un'impresa medio-grande».

<sup>(117)</sup> Gli accorgimenti contenuti nella riforma, atti a incentivare l'investimento azionario – va segnalata in particolare la possibilità di creare nuove categorie speciali di azioni – si traducono potenzialmente in una maggior dispersione del capitale sociale; il finanziamento societario viene inoltre facilitato mediante l'innalzamento del limite all'emissione di obbligazioni e la previsione della possibilità di creare strumenti finanziari partecipativi atipici, anche nell'ambito della destinazione di patrimoni o finanziamenti ad uno specifico affare.

La modernizzazione del diritto societario italiano viene realizzata infine attraverso il riconoscimento e la legittimazione degli strumenti messi a disposizione dalle nuove tecnologie, in particolare i meccanismi che permettono la celebrazione delle assemblee e l'esercizio del diritto di voto a distanza: il nuovo art. 2370, co. 4 c.c. demanda allo statuto la possibilità di consentire l'intervento «mediante mezzi di telecomunicazione» e l'espressione del «voto per corrispondenza o in via elettronica»<sup>(118)</sup>. La riforma incentiva inoltre il ricorso alla rappresentanza, istituto che consente un più elevato livello di partecipazione, sebbene *de relato* (*rectius*, il più facile raggiungimento dei *quorum* costitutivo e deliberativo): nonostante il riformato art. 2372 c.c. non richieda, contrariamente alla disposizione di cui al Testo Unico della Finanza, che il contenuto della volontà del delegante sia predeterminato nell'atto di delega – e quindi non escludendo le deleghe “in bianco” a un soggetto che parteciperà all'adunanza e che potenzialmente potrà formulare la propria decisione di voto a seguito del confronto dialettico con gli altri soci – lo strumento delle deleghe di voto appare comunque idoneo a valorizzare il solo momento del voto, a scapito della discussione, che diviene “superflua”. In questo senso la possibilità di votare a distanza o delegare il proprio voto costituiscono un *vulnus* – sebbene astrattamente meno forte rispetto all'ipotesi dell'invio del proprio voto per corrispondenza – alla concezione tradizionale dell'assemblea quale luogo di dibattito e formazione dell'indirizzo politico ultimo della società.

È però soprattutto il rapporto tra organo gestorio e assemblea a uscire profondamente mutato dalla riforma: il legislatore, preso peraltro atto della cronica apatia degli azionisti, che si riverbera in un bassissimo livello di attivismo assembleare, e nell'intento di attrarre gli investimenti stranieri, mira a privilegiare l'esigenza di assicurare l'efficienza organizzativa della società, a scapito dei poteri di *voice* degli azionisti, perlomeno singolarmente considerati<sup>(119)</sup>. In primo luogo, la divisione di prerogative tra assemblea e organo amministrativo diviene netta e rigida: il combinato

---

<sup>(118)</sup> La formulazione della norma è consapevolmente “neutra” sul piano tecnologico, e quindi potenzialmente atta a disciplinare la partecipazione e il voto anche in caso di futuri progressi tecnologici. Naturalmente non sono pochi i dubbi esegetici e le problematiche sollevate dalla celebrazione delle assemblee (come anche delle adunanze del consiglio di amministrazione, *ex art.* 2388, co. 1 c.c.) attraverso il mezzo telematico (cfr. in proposito GUERRIERI G. – *Il recepimento della direttiva shareholders'rights: il legislatore scommette ancora sulla voce degli azionisti (di società quotate)*, in G. Guerrieri (a cura di), *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti*, commentario, Le Nuove Leggi Civili Commentate, 2011, p. 522).

<sup>(119)</sup> In senso efficientistico vanno letti peraltro la sostanziale riorganizzazione delle fattispecie di invalidità delle delibere assembleari (e il contestuale abbandono della categoria giurisprudenziale delle delibere inesistenti, che tanti problemi aveva sollevato in sede applicativa), nonché il *favor validitatis* per le stesse delibere: pur registrandosi l'estensione del numero delle ipotesi di nullità (art. 2379, co. 1 c.c.), questa risulta dichiarabile in casi sostanzialmente straordinari (cfr. peraltro l'art. 2379, co. 3 c.c.), e contempla inoltre significative esenzioni (art. 2379-*bis* c.c.), mentre l'azione di annullabilità – che costituisce ancora il regime generale (art. 2377 c.c.) – è esperibile da parte dei soli soci che costituiscono una minoranza qualificata, rispettivamente dell'1‰ e del 5%, a seconda che la società faccia o meno ricorso al mercato del capitale di rischio.

disposto degli artt. 2364, co. 1 n. 5 e 2380-*bis* c.c. demanda la gestione esclusivamente e inderogabilmente all'organo amministrativo, eliminando la possibilità che lo statuto o gli amministratori stessi possano andare a modificare la ripartizione delle competenze disegnata dal legislatore. L'organo assembleare viene dunque privato di qualsivoglia potere amministrativo in senso stretto, nonché dei poteri di indirizzo (vincolante) sulle scelte organizzative <sup>(120)</sup>. Ai sensi dell'art. 2365, co. 2 c.c. lo statuto può invece addirittura sottrarre alcune delle prerogative dell'assemblea straordinaria per demandarle all'organo amministrativo o al consiglio di sorveglianza. Nel sistema gestorio dualistico inoltre, le competenze assembleari risultano istituzionalmente erose da parte del consiglio di sorveglianza (art. 2409-*terdecies* c.c.) <sup>(121)</sup>. Il principio di sovranità assembleare risulta dunque notevolmente ridimensionato: all'assemblea resta un compito di generale indirizzo della gestione relativamente alle sole, pur importanti materie su cui essa è chiamata a esprimersi, tra cui va ricordata in primo luogo la nomina degli stessi amministratori (art. 2364, co. 1, n. 2) c.c.); l'assemblea mantiene altresì rispetto all'operato di questi ultimi un potere di controllo in senso lato, che si sostanzia nell'approvazione del bilancio (art. 2364, co. 1, n. 1) c.c.) e nell'esercizio dell'azione di responsabilità (art. 2364, co. 1, n. 4) e 2393 c.c.).

Il rafforzamento del peso specifico dell'organo amministrativo risulta accompagnato, perlomeno sulla carta, dalla predisposizione di tutta una serie di contrappesi atti a costituirne un riequilibrio e a controllare l'operato di coloro che gestiscono la società <sup>(122)</sup>, tra cui meritano di essere segnalati il sostanziale irrobustimento delle regole in tema di responsabilità, nel tentativo di far corrispondere quest'ultima al potere effettivo dell'amministratore (in questo senso vanno letti l'introduzione del parametro delle specifiche competenze, nonché della distinzione tra

---

<sup>(120)</sup> Lo statuto può sì richiedere che gli amministratori si debbano rivolgere all'assemblea per ottenerne l'*autorizzazione* al compimento di singoli atti o categorie di atti, ma tale autorizzazione non ha carattere cogente, essendo fatta ferma *in ogni caso*, ex art. 2364, co. 1, n. 5), la responsabilità degli amministratori per gli atti compiuti. Alla luce della riforma diviene perciò ancor più difficilmente difendibile la tesi di pur illustri Autori (cfr. PORTALE G.B. – *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in P. Abbadessa, G.B. Portale (diretto da), *Il nuovo diritto delle società – Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, UTET, 2006, vol. II, p. 3) che ampliavano in via interpretativa il novero delle prerogative assembleari, ritenendo potesse essere riconosciuta eccezionalmente all'assemblea una competenza gestoria implicita, «in presenza di operazioni che – pur potendo anche astrattamente rientrare nella competenza dell'organo amministrativo – per la loro rilevanza economica e per la loro capacità di incidere in profondità sulla struttura organizzativa dell'impresa sociale e dei diritti dei soci (anche solo rendendoli mediati) si avvicinano a materie di competenza propria dell'assemblea» (*Id.*, p. 30).

<sup>(121)</sup> Più in generale, OPPO G. – *Potere e responsabilità nella riforma delle società per azioni*, in G. Scognamiglio (a cura di), *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, Milano, Giuffrè, 2003, p. 7, nel constatare come la riforma organica segni una contrazione del potere dei soci, rileva come nei sistemi alternativi di gestione si realizzi «un vero e proprio mutamento di indirizzo nel rapporto amministratori-soci».

<sup>(122)</sup> Rileva OPPO G. – *Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni*, *cit.*, p. 484, che a seguito della riforma del 2003-2004 «Gli accresciuti poteri, senza rischio patrimoniale, accentuano la problematica del rapporto tra proprietà e gestione già emersa soprattutto nella *public company*».

amministratori con/senza incarichi esecutivi, di cui all'art. 2392, co. 1 c.c.); l'esperibilità dell'azione sociale da parte dei soci – o, più correttamente, di una minoranza qualificata, *ex art. 2393-bis c.c.*: viene dunque estesa alle società non quotate la regola già contemplata dall'abrogato art. 129 TUF, mantenendo differenti soglie di esperibilità dell'azione in ragione della differente *species* di s.p.a. – e la previsione di un'autonoma disciplina dell'invalidità delle deliberazioni consiliari (art. 2388, co. 4 c.c.), il dovere di controllo da parte degli amministratori sprovvisti di deleghe gestorie (art. 2381, ccoo. 3 e 6 c.c.) e i doveri di informazione degli organi delegati al c.d.a. e al collegio sindacale (art. 2381, co. 5 c.c.).

Questo rinnovato assetto, che indebolisce la posizione dell'assemblea e dei singoli soci in generale, e che non ha mancato di attrarre gli strali di certa pur eminente dottrina <sup>(123)</sup>, necessita peraltro di ulteriori correttivi a tutela della posizione dei singoli azionisti minimi: il contemperamento tra le ragioni dell'organizzazione e i diritti del singolo viene realizzato mediante l'ampliamento delle ipotesi di recesso, dunque garantendo un *exit* più agevole e a condizioni meno penalizzanti rispetto al passato <sup>(124)</sup>.

La riforma del 2003-04 attribuisce dunque preminenza all'organo gestorio a scapito dell'assemblea, le cui prerogative amministrative in senso stretto vengono drasticamente meno: quest'ultima si limiterà a prendere atto dell'operato degli amministratori e decidere, qualora insoddisfatta, di andare a sostituirne i componenti. Quanto al funzionamento della stessa assemblea, risulta percepibilmente ridimensionata la centralità del momento partecipativo finalizzato alla discussione – che viene anzi sostanzialmente disincentivata – prodromica all'espressione ponderata e consapevole del diritto di voto: l'adunanza dei soci costituisce il mero momento della ratifica formale di decisioni già maturate in seno al gruppo di potere che controlla la società, eventualmente nel dialogo extrassembleare con le minoranze organizzate. Per la realizzazione di questo nuovo

<sup>(123)</sup> Fortemente critico è il giudizio di ROSSI G. – *Capitalismo opaco, cit.*, p. 131, secondo cui la riforma del 2003 rappresenta «una sopraffazione dei diritti delle minoranze, il contrario di quanto è avvenuto negli ultimi anni in America e in Europa. Questa riforma regressiva ha rafforzato il potere degli amministratori sminuendo i diritti degli azionisti». Secondo LIBERTINI M. – *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003. Appunti per un corso di diritto commerciale, cit.*, p. 224, «l'eccessivo indebolimento dell'assemblea può anche apparire come controproducente, rispetto alla fondamentale esigenza di attirare nell'impresa investitori istituzionali, dando per ciò loro una certa voce in capitolo.».

<sup>(124)</sup> Secondo LIBERTINI M. – *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003. Appunti per un corso di diritto commerciale, cit.*, p. 219, la nuova disciplina dell'assemblea «esprime una scelta di politica legislativa volta a favorire le ragioni dell'organizzazione su quelle del contratto.». L'Autore (*Id.*, p. 219), relativamente al *favor validitatis* per le delibere assembleari, ma con una considerazione che merita di essere generalizzata, precisa peraltro, condivisibilmente, che «I soci non sono considerati *domini* dell'affare sociale, come vorrebbe una logica puramente contrattualistica, bensì *cives* di un'organizzazione imprenditoriale; dotati di forti diritti di partecipazione (ed anche, all'occorrenza, di abbandono della posizione societaria e di risarcimento del danno), ma non di poteri di governo dell'impresa».

equilibrio divengono allora fondamentali, ancor più che in passato, la correttezza e la completezza dell'informazione preassembleare <sup>(125)</sup>. La tutela dei soci si traduce nella protezione delle posizioni delle minoranze qualificate <sup>(126)</sup>, mentre i piccoli azionisti possono realisticamente ottenere solo una tutela di tipo risarcitorio: per questi ultimi pare potersi concludere che i diritti di *voice*, nonostante l'implementazione del voto a distanza e l'incentivazione delle deleghe, vengano sostanzialmente meno, rimpiazzati dai doveri di trasparenza in capo agli amministratori e da una più agevole *exit* <sup>(127)</sup>.

Il quadro della *corporate governance* ridisegnato dalla riforma, in ultima analisi, fonda sul necessario corretto funzionamento dell'autotutela e dei contrappesi al potere dell'organo amministrativo, che a loro volta presuppongono la vitalità dell'assemblea o perlomeno delle minoranze qualificate all'interno della stessa. Dalle cronache economico-giudiziarie dello scorso decennio emerge però uno scenario preoccupante, in quanto in numerosi casi tali contrappesi non sono stati debitamente attivati: la mancanza di un effettivo controllo – *inter alios* – da parte degli

<sup>(125)</sup> Più in generale, la nuova disciplina della nullità delle delibere assembleari accentua il rilievo dell'informativa sia pre-assembleare (nullità della delibera per mancata convocazione), che post-assembleare (nullità della delibera per mancata verbalizzazione). Sono però diversi gli Autori che lamentano l'inadeguatezza dell'informazione preassembleare: cfr. per tutti ABBADESSA P. – *L'assemblea nella s.p.a.: competenza e procedimento nella legge di riforma*, in Giur. comm. 2004, p. 542/I: a p. 554/I segnala, a proposito della riforma del 2003, la contemporanea «valorizzazione del ruolo delle minoranze attive nel processo deliberativo», ma anche «la ritrosia a portare fino in fondo il progetto di valorizzazione della *voice* degli azionisti, attraverso un'adeguata disciplina della fase preassembleare e del diritto di informazione.»: a quest'ultimo proposito, precisa (p. 553/I) che «Totalmente inascoltate – ed è circostanza assai grave – sono rimaste, viceversa, le voci che, prima con riferimento al t.u.f. e, successivamente, in vista dell'ultima riforma, avevano richiamato l'attenzione sulla necessità, nell'ottica di una più incisiva tutela delle minoranze e tenuto conto dell'esperienza dei paesi più avanzati, di rivitalizzare la dialettica preassembleare, prevedendo quanto meno: (a) il diritto dei soci, legittimati a richiedere la convocazione dell'assemblea, di pretendere anche l'integrazione dell'o.d.g. [...] (d) il diritto delle minoranze (ovviamente, qualificate) di chiedere informazioni sugli oggetti posti all'o.d.g. anche prima dello svolgimento dell'assemblea, con l'obbligo per gli amministratori di fornire in quella sede approfondite risposte.». Istanze queste che avrebbero trovato udienza solo con l'introduzione della Direttiva *shareholders' Rights*: cfr., *infra*, par. 2.1.2. b).

<sup>(126)</sup> Ciò sottolineato, può allora condividersi l'affermazione di MARCHETTI P. – *Il potere decisionale gestorio nella s.p.a., cit.*, p. 474, secondo cui «complessivamente la tutela dell'azionista nei confronti degli amministratori esc[e] dalla riforma (potenzialmente) rafforzata. [...] Si staglia così, pare, un sistema di governance che, rispetto al passato, accentua i meccanismi di controllo e di ponderazione all'interno e sin dal formarsi del processo decisionale. Sotto questo periodo la *governance* si irrobustisce in parallelo (vorrei dire quasi come un contrappeso) al già rilevato maggior peso del potere gestorio.».

<sup>(127)</sup> Secondo GUERRIERI G. – *Il recepimento della direttiva shareholders' rights: il legislatore scommette ancora sulla voce degli azionisti (di società quotate), cit.*, p. 518: «è noto, infatti, come uno dei capisaldi della riforma [del 2003] sia rappresentato dalla volontà legislativa di tutelare le minoranze non tanto attraverso il rafforzamento dei diritti di *voice*, quanto mediante la valorizzazione dell'*exit* o, in ogni caso, della tutela risarcitoria a scapito di quella reale. È vero, tuttavia, che lo stesso d.lgs. n. 6/03, nel novellare le norme del codice civile in materia di procedimento assembleare, aveva consentito alle s.p.a. di prevedere statutariamente lo svolgimento dell'assemblea mediante mezzi di telecomunicazione e, addirittura, il voto per corrispondenza. In tal modo, la volontà di consentire incentivi al voto in assemblea aveva condotto già nel 2003, a sacrificare, nel primo caso, l'unicità del contesto spaziale ove far svolgere il rito assembleare, nel secondo caso, addirittura, il confronto e la discussione fra i soci: valore che, nella teoria classica della *governance* societaria, aveva senza dubbio un'importanza preminente, essendo funzionale a garantire quella ponderazione che la limitazione della responsabilità, rispetto alle società di persone, aveva fatto venire meno.».

azionisti ha sostanzialmente deresponsabilizzato gli amministratori, rendendo concretamente possibili gli abusi che hanno caratterizzato gli scandali finanziari degli anni successivi, culminati con l'*affaire* Parmalat. Non si intende naturalmente affermare che la riforma del 2003-04 ha affidato ai soli azionisti il compito di controllare l'operato degli amministratori: quel che pare indubitabile è però che gli strumenti di autotutela, raffinati rispetto al passato e affiancati – in ragione della valorizzazione del ruolo dell'organo amministrativo e in funzione di riequilibrio rispetto alle prerogative di quest'ultimo – a quelli di eterotutela preesistenti, sono rimasti sostanzialmente inutilizzati, o comunque non hanno costituito il discrimine per assicurare un rinnovato, efficiente equilibrio nel governo societario.

#### 2.4. La Legge sulla tutela del risparmio

La c.d. Legge sulla tutela del risparmio varata nel 2005 rappresenta la risposta del legislatore italiano ai clamorosi episodi di malgoverno societario registratisi nei primi anni Duemila<sup>(128)</sup>. Per quanto rileva in questa sede, la Legge mira a correggere alcuni significativi elementi di inefficienza che contraddistinguevano il governo societario, prevedendo ipotesi di incompatibilità e limiti al cumulo degli incarichi, ridisegnando la disciplina della revisione contabile<sup>(129)</sup> e rafforzando i poteri di controllo del collegio sindacale<sup>(130)</sup>. Al fine di garantire una maggiore trasparenza sull'operato dell'organo gestorio, il legislatore va inoltre a introdurre (art. 147-ter, co. 3 TUF, su cui cfr. *infra*, par. 1.3) un meccanismo di nomina che assicuri la disomogeneità della provenienza degli amministratori, sulla scorta di quanto previsto dall'art. 148 TUF – norma peraltro oggetto di un significativo intervento riformatore<sup>(131)</sup> – per la composizione del collegio sindacale.

<sup>(128)</sup> L. 28 dicembre 2005, n. 262 – *Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*, pubblicata in G.U., n. 301 del 28 dicembre 2005, s. o. n. 208, disponibile all'indirizzo <http://www.camera.it/parlam/leggi/052621.htm>.

<sup>(129)</sup> Sul piano contabile, la legge sulla tutela del risparmio va a rafforzare l'indipendenza della società di revisione e del revisore legale, introducendo (art. 159, co. 4 TUF) il principio della rotazione periodica del revisore e del periodo di raffreddamento (*cooling-off period*), attribuendo peraltro alla Consob il dovere di vigilanza su indipendenza e idoneità tecnica del revisore), imponendo una contabilità di gruppo e vietando al revisore l'offerta dei principali servizi *non-audit*.

<sup>(130)</sup> La l. 262/2005 permette ad esempio ai singoli sindaci (art. 151, co. 2 TUF) di convocare l'organo gestorio (non però l'assemblea, per la quale è necessaria la convocazione ad opera di almeno due sindaci), chiedere notizie agli amministratori, compiere atti d'ispezione anche avvalendosi dei dipendenti della società. Il collegio sindacale può inoltre, ai sensi del nuovo art. 2393 c.c., promuovere, con il voto favorevole della maggioranza qualificata dei due terzi dei propri componenti, l'azione di responsabilità contro gli amministratori.

<sup>(131)</sup> Come si avrà modo di sottolineare più approfonditamente *infra*, par. 3.3.2., la figura del sindaco espresso dalla minoranza assembleare esce sensibilmente rafforzata dalla riforma, avendo il legislatore attribuito (art. 148, co. 2 TUF) alla Consob il potere regolamentare di disciplinarne l'elezione, garantendone quindi l'effettiva presenza.

La riforma, che non è andata esente da critiche talora estremamente aspre<sup>(132)</sup>, risulta caratterizzata dall'ampliamento dei doveri di trasparenza in capo agli amministratori<sup>(133)</sup>, e dalla valorizzazione dell'eterotutela, estrinsecantesi nell'irrobustimento delle prerogative demandate all'Organismo di vigilanza, in chiave regolamentare e reattiva<sup>(134)</sup>.

La l. 262/2005 contribuisce inoltre al rafforzamento dei poteri di *voice* delle minoranze qualificate, in particolare contemplando (art. 2393-bis, co. 2 c.c.) l'abbassamento da un ventesimo a un quarantesimo del capitale sociale del *quorum* necessario per l'esperimento dell'azione di responsabilità promossa dai soci e consentendo (art. 126-bis TUF) alle minoranze che rappresentino almeno un quarantesimo del capitale sociale la possibilità di integrare l'ordine del giorno di assemblee già convocate.

\* \* \*

In estrema sintesi può dirsi che, all'alba della recezione della c.d. Direttiva Azionisti<sup>(135)</sup>, la linea evolutiva del rapporto tra proprietà e gestione nell'ordinamento italiano, ora descritta nei suoi momenti più peculiari, non si presenta come un *continuum* omogeneo. È però possibile affermare che la società per azioni, soprattutto se ad azionariato diffuso, è sensibilmente "amministratocentrica", mentre il peso dell'organo assembleare risulta scientemente ridotto: esso non esercita più la funzione originariamente attribuitagli di luogo "proattivo" ove vengono a maturare le decisioni e gli indirizzi dell'attività d'impresa – ove, in altri termini, può estrinsecarsi il diritto di *voice* – ma rappresenta più che altro l'occasione per il periodico monitoraggio della gestione, ove l'informazione societaria, di fatto precedentemente accessibile ai soli soci di maggioranza, può estrinsecarsi e giungere a tutti gli azionisti; nella dialettica con gli amministratori

---

<sup>(132)</sup> Secondo ROSSI G. – *Capitalismo opaco, cit.*, p. 132, addirittura, la Legge sulla tutela del risparmio, ovvero «quella che vorrebbe essere il *Sarbanes-Oxley Act* italiano – è uno spettacolo vergognoso».

<sup>(133)</sup> Viene soprattutto ampliata l'informazione che gli emittenti dovranno fornire al mercato (cfr. il novello art. 114-bis TUF), anche relativamente alla propria adesione a codici di comportamento (artt. 124-bis e 124-ter TUF); viene altresì introdotta (art. 154-bis TUF) la figura del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari.

<sup>(134)</sup> Rilevano in particolare i poteri della Consob di richiedere la pubblicazione di notizie e documenti necessari per l'informazione al pubblico (art. 114, co. 5 TUF), di assumere notizie da un più ampio novero di soggetti (art. 115, co. 1, lett. b) TUF), ma soprattutto la potestà regolamentare in materia di limiti al cumulo degli incarichi (art. 148-bis, co. 1), modalità per l'elezione del collegio sindacale (art. 148, co. 2 TUF) e determinazione del corrispettivo per l'incarico di revisione contabile (art. 159, co. 7 TUF), e la generale vigilanza su indipendenza e idoneità tecnica del revisore contabile (art. 162 TUF).

<sup>(135)</sup> Cfr., *infra*, cap. 2.

l'assemblea appare più un organo "reattivo", e il legislatore ha inteso dotarla degli strumenti atti a svolgere tale ruolo.

Mentre gli elementi di eterotutela via via introdotti dal legislatore non si connotano per la particolare invasività e incisività – nel senso che non si propongono come robusti e credibili *deterrenti* rispetto a condotte illegittime – alla luce dell'apatia che contraddistingue l'assemblea, i più credibili interlocutori del *management* vengono ad essere piuttosto le minoranze organizzate e qualificate <sup>(136)</sup>; perché l'equilibrio costruito dal legislatore possa dirsi realizzato è allora fondamentale che (perlomeno) queste ultime ricevano la corretta informazione e si dimostrino vigili: solo al verificarsi di entrambe queste condizioni l'adunanza assembleare può costituire un effettivo contrappeso per le prerogative demandate all'organo gestorio.

### 3. Il ribilanciamento all'interno dell'organo amministrativo

Come appena sottolineato, la Legge sulla tutela del risparmio interviene sugli equilibri propri del governo societario delle società per azioni italiane con plurime iniziative, volte ad attenuare lo squilibrio a favore dell'organo amministrativo acuitosi a seguito della riforma del 2003-04 mediante lo spostamento del baricentro della *governance* sugli organi cui è deputato il controllo dell'operato degli amministratori. Tale provvedimento costituisce un intervento ancora piuttosto recente, la cui efficacia in funzione deterrente è ancora lungi dal poter essere misurata <sup>(137)</sup>, e su cui non è perciò possibile trarre delle considerazioni definitive. È doveroso però domandarsi, in chiave inevitabilmente prognostica, se quello individuato dalla riforma del 2005 sia il migliore degli equilibri possibili.

In particolare, prima di entrare *in medias res* e concentrare l'attenzione sul percorso per la riscrittura delle regole di governo societario intrapreso dal legislatore europeo, che ha condotto all'emanazione della Direttiva Shareholders' Rights, è opportuno interrogarsi sulla bontà della

---

<sup>(136)</sup> Correttamente, MONTALENTI P. – Corporate governance: *raccomandazioni Consob e prospettive di riforma*, in Riv. Soc., 1997, p. 719, rileva come la figura dell'azionista di minoranza costituisca una «figura indistinta, a volte appiattita sulla nozione di *risparmiatore*, inteso come investitore istituzionalmente disinteressato alla gestione e meritevole quindi di protezione sul terreno della disciplina del mercato mobiliare, a volte inteso invece come *socio* non disinteressato alla vita della società ma *estraniato dalla gestione da parte dei gruppi di comando*, bisognoso quindi di strumenti di tutela, sia pure indiretta, endosocietari.» e individua astrattamente (*Id.*, p. 720) almeno quattro figure nettamente distinte tra loro: l'*azionista 'minimo'* detentore di un numero esiguo di azioni, l'*azionista disturbatore professionale*, l'*azionista detentore di un pacchetto di minoranza rilevante* tale da incidere sugli assetti del potere assembleare e l'*azionista di minoranza - investitore istituzionale*.

<sup>(137)</sup> A parte l'indice "in negativo" della mancata occorrenza di scandali finanziari, un sintomo dell'efficacia dell'intervento sarà quello del maggiore attivismo da parte degli altri organi nello scrutinare l'attività gestoria e nel farsi promotori di censure della condotta degli amministratori; si tratta però di indici di non sempre agevole riscontro.

scelta più eclatante effettuata dalla l. 262/2005 <sup>(138)</sup>, ovvero l'opzione di tentare un riequilibrio attraverso una composizione diversificata dell'organo amministrativo <sup>(139)</sup>.

L'art. 147-ter, co. 3 della neointrodotta Sezione IV-bis del TUF, rubricata *Organi di amministrazione*, prevede infatti che almeno uno dei membri dell'organo amministrativo sia nominato dalla minoranza, attraverso il meccanismo del voto di lista <sup>(140)</sup>; il successivo co. 4 dispone inoltre che, qualora il consiglio di amministrazione sia composto da più di sette membri, almeno uno di essi debba essere in possesso dei requisiti d'indipendenza stabiliti per i sindaci dall'art. 148, co. 3 e degli ulteriori requisiti previsti da codici di comportamento cui lo statuto faccia riferimento <sup>(141)</sup>.

L'istituto, che mutua l'analogia previsione in tema di composizione del collegio sindacale (art. 148 TUF), e la cui introduzione era stata presa in considerazione già nei lavori preparatori al Testo Unico <sup>(142)</sup>, consente alla minoranza di essere rappresentata all'interno dell'organo gestorio:

---

<sup>(138)</sup> OLIVIERI G. – *Prime osservazioni sui controlli "interni" nelle società quotate dopo la legge sulla tutela del risparmio*, in R. Alessi, N. Abriani, U. Morera (a cura di), *Il collegio sindacale – Le nuove regole*, Milano, Giuffrè, 2007, p. 298 ritiene che la norma in questione rappresenti la regola più innovativa e controversa tra quelle che riguardano la *corporate governance* delle società quotate.

<sup>(139)</sup> In una prospettiva *de iure condendo*, risulta invece sicuramente scartabile l'opzione – astrattamente configurabile – dell'ulteriore implementazione delle prerogative demandate all'organo gestorio, implementazione che determinerebbe un aggravarsi dello squilibrio e potrebbe cagionare ulteriori futuri episodi di *mala gestio*.

<sup>(140)</sup> Il co. 2 dell'art. 147-ter introduceva senza una ragione evidente l'obbligo di voto segreto nell'elezione alle cariche sociali: la norma veniva però prontamente abrogata dal D.lgs. n. 303/2006. Quanto alla quota di partecipazione necessaria per la presentazione delle liste di candidati, il testo originale dell'art. 147-ter, co. 1 demandava al solo statuto la fissazione del limite minimo, che comunque non avrebbe dovuto essere superiore a un quarantesimo del capitale sociale. La norma veniva poi modificata, ancora a opera del D.lgs. n. 303/2006, che in particolare introduceva la possibilità per la Consob di fissare con regolamento una differente misura minima, tenendo conto della capitalizzazione, del flottante e degli assetti proprietari della società: cfr. in proposito l'art. 144-quater Reg. emittenti.

<sup>(141)</sup> L'art. 147-quinquies dispone inoltre che tutti i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione e direzione debbano possedere i requisiti di onorabilità previsti per i sindaci.

<sup>(142)</sup> A ragion veduta la proposta venne scartata dalla versione definitiva del D.lgs. 58/1998: apertamente critico nei confronti della figura dell'amministratore di minoranza, MARCHETTI P. – *Osservazioni sui profili societari della bozza di TU dei mercati finanziari*, cit., p. 142, rilevava che «Assai opportunamente il Presidente della Commissione prof. Draghi nella audizione alla Commissione finanze della Camera ha fatto presente come la tutela delle minoranze e del risparmio non debba sacrificare la stabilità della gestione. Il controllo sulla gestione [...] non può significare continua mediazione tra diverse concezioni di quel che è l'interesse sociale; non può significare assemblearismo. Va a merito quindi della Commissione Draghi aver respinto l'ipotesi di istituzionalizzare come obbligatoria la nomina di amministratori designati dalle minoranze. La diversa soluzione adottata per il collegio sindacale può giustificarsi proprio perché anche il collegio sindacale riformato non avrà un ruolo di amministrazione attiva, ma solo di controllo.». *Contra*, MONTALENTI P. – *Corporate governance: raccomandazioni Consob e prospettive di riforma*, cit., p. 723, caldeggiava l'introduzione nel c.d.a. di una rappresentanza della minoranza: «la previsione della nomina di amministratori di minoranza è strumento coerente con la finalità di individuare uno strumento di equilibrio e di composizione di interessi rispetto a gruppi di soci che possono essere espressione di 'filosofie' gestionali differenziate, e si inquadra quindi correttamente, e tipicamente direi, sul piano della democrazia societaria» (ma cfr. *infra*, n. 153). Per

tale rilievo non è banale in quanto, contrariamente alla figura del componente dell'organo di controllo interno *espresso dalla* minoranza – ma che non è concepito quale sindaco *di* minoranza<sup>(143)</sup> – nulla osta a che l'amministratore così nominato possa essere un amministratore *di* minoranza<sup>(144)</sup>, non essendo gli amministratori tenuti, contrariamente ai sindaci, a ottemperare ad alcun requisito di indipendenza (come anche a prerequisiti di professionalità – in mancanza di una specifica opzione statutaria in tal senso, *ex art. 2387, co. 1 c.c.* – nonostante la propria responsabilità sia commisurata ai parametri della natura dell'incarico e delle loro specifiche competenze, parametri aventi appunto natura professionale). Realisticamente, l'amministratore di minoranza si farà anzi sistematicamente portatore delle istanze della lista che l'ha candidato, così da garantirsi il favore in vista di una futura rielezione.

È peraltro opportuno sottolineare che, laddove la disposizione di cui all'art. 148 TUF appare concettualmente ineccepibile – e, anzi, meritevole di essere ulteriormente sviluppata<sup>(145)</sup> – altrettanto non può dirsi per la norma in commento: mentre infatti i compiti demandati all'organo di controllo interno sono connotati da un elevato (o se non altro da un *più* elevato) livello di oggettività, perlomeno relativamente all'attività principale del collegio sindacale, ovvero quella del controllo di legalità – si ammette invece che la verifica dell'adeguatezza degli assetti consente una maggior alea di discrezionalità – gli amministratori rappresentano necessariamente un organo “politico” chiamato a esercitare scelte gestionali che implicano un notevole tasso di libertà nell'effettuare valutazioni di opportunità. Tale carattere dell'organo amministrativo mal si concilia con la presenza di soggetti che costituiscono espressione di diversi gruppi di potere e conseguentemente di differenti istanze e visioni strategiche: gli esempi che si potrebbero porre sono innumerevoli, basti solo pensare al fatto che i grandi investitori istituzionali, che rappresentano minoranze organizzate, possono ragionare su orizzonti temporali d'investimento ben diversi da quelli abbracciati dalla maggioranza che esprime il *management*. Per il rispetto dei più elementari principi efficientistici è dunque opportuno che l'organo amministrativo si caratterizzi per la coesione e l'uniformità dell'agire.

---

una disamina comparatistica sull'applicazione del modello con amministratori di minoranza cfr. BELCREDI M. – *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza e dintorni*, in Riv. Soc., 2005, p. 873 ss.

<sup>(143)</sup> Cfr. abbondantemente, *infra*, par. 3.3.2.

<sup>(144)</sup> In altri termini, mentre per i sindaci (art. 148, co. 3 TUF) e per gli amministratori indipendenti (art. 147-*ter*, co. 4 TUF) è espressamente contemplata la sanzione della decadenza in caso di perdita del requisito dell'indipendenza, altrettanto non è previsto per l'amministratore di minoranza.

<sup>(145)</sup> Cfr., *infra*, par. 3.4.2.

L'aver contemplato la presenza all'interno dell'organo gestorio di soggetti espressi dalla minoranza, che se ne faranno inevitabilmente alfieri <sup>(146)</sup>, rappresenta un forte elemento di (perlomeno potenziale) conflittualità, oltre che un *vulnus* al principio plutocratico puro, della cui opportunità è lecito dubitare, indipendentemente dal fatto che si voglia individuare la precisa *ratio* dell'istituto – le interpretazioni possibili sono plurime – nella volontà di rendere le minoranze partecipi delle scelte gestorie, nel voler concedere loro la *chance* di influenzare le decisioni degli altri amministratori nella dialettica interna all'organo o, più realisticamente, nel voler meramente consentire uno scrutinio diretto dell'operato dell'organo amministrativo da parte di un *insider*, il quale, sedendo nel medesimo organo collegiale, potrà controllare più agevolmente l'operato degli amministratori espressi dalla maggioranza <sup>(147)</sup>.

Non è innanzitutto realistico, perlomeno nelle situazioni fisiologiche ove la parte preponderante degli amministratori espressa dalla maggioranza assembleare persegue le politiche di quest'ultima, che il voto dell'amministratore nominato dalla minoranza possa risultare determinante nell'assunzione delle delibere <sup>(148)</sup>. La norma richiede invero la necessaria presenza di *almeno* un amministratore e lo scenario potrebbe mutare nel caso-limite della previsione statutaria di un numero maggiore di amministratori di minoranza, qualora alcuni degli amministratori di maggioranza dovessero essere assenti (sovvertimento episodico della maggioranza in c.d.a.), ma, eufemisticamente, non sono molti gli statuti che consentono alla minoranza la designazione di un

---

<sup>(146)</sup> STELLA RICHTER JR. M. – *Gli amministratori non esecutivi nell'esperienza italiana*, in Banca, impresa e società, 2005, p. 166 sottolinea invero come gli amministratori eletti dalla minoranza siano «almeno all'atto pratico, sempre indipendenti», «Nel senso che rispondono ai requisiti di indipendenza posti dai codici di autodisciplina.» (così *sub* n. 8), ma continua rilevando, correttamente, che «in realtà la loro funzione (e la loro forza) si caratterizza non tanto per un generico disinteresse rispetto alla società (che potrebbe addirittura essere considerato contraddittorio con la loro funzione di amministratori) quanto per uno specifico interesse di tutela delle minoranze (e della loro concezione di interesse sociale).»; il concetto viene ribadito anche a p. 171: «Il controllo contro gli abusi degli amministratori in realtà è controllo contro *abusi fatti nell'interesse del socio o dei soci di controllo*, e, come tale, è controllo che deve provenire quindi anzitutto da soggetti fiduciari delle minoranze.»; l'Autore esterna infatti (*Id.*, p. 168) la propria convinzione che «la *pluripersonalità dell'organo amministrativo* sia *preordinata alla composizione dell'interesse sociale* prima ancora che a quella, tradizionale, di sua ponderazione.».

<sup>(147)</sup> È quest'ultima la *ratio* espressamente individuata da CAMERA DEI DEPUTATI - *Relazione delle Commissioni Permanenti VI (Finanze) e X (Attività Produttive, Commercio e Turismo)*, presentata alla Presidenza il 18 febbraio 2005, disponibile all'indirizzo <http://www.camera.it/dati/leg14/lavori/stampati/pdf/14pdl0069180.pdf>, p. 8, secondo cui «Alla luce delle inefficienze riscontrate nei meccanismi di controllo endosocietari, le Commissioni hanno pertanto ritenuto opportuno introdurre ulteriori garanzie a presidio dell'indipendenza, dell'efficienza e della trasparenza dell'operato degli organi di controllo interno, delineando un intervento correttivo in materia di diritto societario diretto a: valorizzare l'interesse delle minoranze a verificare la correttezza e la regolarità della gestione societaria, prevedendo a tal fine una loro rappresentanza sia nel consiglio di amministrazione, sia nell'organo di controllo, ed estendendo al contempo i necessari poteri di controllo [...]».

<sup>(148)</sup> Sembra dunque poco probabile che si ponga il problema, ventilato da MONTALENTI P. – *Amministrazione, controllo, minoranze nella legge sul risparmio*, cit., p. 995, per cui la «frammentazione oppositiva della gestione [...] rischia di incrinare, sotto il profilo dell'efficienza, l'unitarietà gestionale dell'organo amministrativo.».

numero superiore di amministratori; né peraltro sarebbe auspicabile il venir meno del principio della proporzionalità tra rischio e potere a beneficio della minoranza.

Altrettanto irrealistica appare la visione della presenza dell'amministratore di minoranza quale stimolo a una maggiore ponderazione nell'adozione delle scelte gestorie<sup>(149)</sup>, dovendo gli altri amministratori confrontarsi, perlomeno formalmente, con il consigliere espresso dalla prima delle liste di minoranza: nella maggioranza dei casi le scelte gestorie non vengono infatti assunte dall'organo amministrativo in composizione plenaria, ma dai soli amministratori delegati o dal comitato esecutivo e, fermo restando il generale dovere di diligenza in capo agli altri amministratori privi di incarichi esecutivi fissato dall'art. 2392 c.c., che non li rende comunque automaticamente esenti da responsabilità, e che li spinge ad una generale vigilanza sull'operato di coloro che sono muniti di deleghe – benché nel nuovo testo della norma non si faccia più espressa menzione dell'onere di vigilanza; l'obbligo di vigilare sul concreto funzionamento (controllo di adeguatezza) degli assetti è ora sancito espressamente per il solo collegio sindacale, *ex art.* 2403 c.c. – le scelte gestorie potranno essere assunte senza nemmeno interpellare questi ultimi.

L'unico ruolo astrattamente concepibile per l'amministratore di minoranza rimane dunque quello di controllore dell'operato degli amministratori<sup>(150)</sup>: per le ragioni sopra esposte risulta infatti inimmaginabile che l'amministratore espresso dalla minoranza possa assumere incarichi esecutivi e costituire quindi un elemento di eterogeneità nel processo decisionale-gestorio; è invece decisamente molto più probabile che esso sia destinato a sedere in consiglio esercitando una sorta di ruolo di "occhio della minoranza" sull'operato degli amministratori esecutivi, sulla scorta della figura dei *Non-Executive Directors* propri del modello monistico anglo-americano. L'esperienza insegna però che la presenza (e il correlativo controllo da parte) degli amministratori privi di incarichi esecutivi non risulta determinante per assicurare una gestione virtuosa o comunque

---

<sup>(149)</sup> Secondo BELCREDI M. – *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza e dintorni, cit.*, p. 869, «Se gli amministratori di minoranza sono portatori di interessi precisi, ancorché di minoranza [...] ha poco senso attribuire loro un ruolo di garanti della *fairness* come quello proposto per gli indipendenti, a meno che non siano contemporaneamente dettate regole per garantire che tali amministratori (o almeno una parte significativa di essi) siano *anche* indipendenti dagli azionisti di controllo e – si aggiunge – da quelli che li hanno nominati.».

<sup>(150)</sup> È questa, evidentemente, l'unica possibilità presa in considerazione da DENOZZA F. – "*L'amministratore di minoranza" e i suoi critici*, in *Giur. comm.*, 2005, p. 769/I, il quale peraltro nota che: «La contrapposizione, da alcuni tentata, tra collegio sindacale, organo di controllo in cui le minoranze sono benvenute, e il consiglio, organo di gestione in cui sarebbero fattore di potenziale disturbo, è inaccettabile proprio perché basata su una idea anacronistica delle funzioni di consiglio. Che in presenza (come è normale nelle società quotate) di organi delegati spetti al consiglio una distinta attività di sorveglianza e di controllo della regolarità della gestione mi sembra oggi indiscutibile. Altrettanto indiscutibile mi sembra il contributo che l'amministratore di minoranza può dare al miglior svolgimento di questa attività.», fermo restando che (*Id.*, p. 773/I) «è più che legittimo che egli [amministratore di minoranza] porti in consiglio la visione di una parte dei soci.».

rispettosa della legalità e per impedire l'occorrenza di episodi di *mala gestio*: il compito degli amministratori non esecutivi, e con questi del soggetto nominato dalla minoranza, appare infatti spesso volte improbo, non essendo affatto semplice rilevare agevolmente eventuali abusi da parte dei delegati <sup>(151)</sup>, soprattutto se si considera che gli amministratori non esecutivi non sono dotati dei poteri d'indagine e di controllo propri dei sindaci, che non devono necessariamente possedere alcuna specifica professionalità, e che il loro "controllo" viene esercitato sulla base delle sole informazioni fornite loro dagli organi delegati <sup>(152)</sup>.

Le perplessità relative al contributo della figura dell'amministratore di minoranza al riequilibrio della *governance* sono dunque notevoli: questi non pare infatti poter costituire un valido presidio nei confronti delle scelte degli amministratori espressi dalla maggioranza, soprattutto perché, alla luce dell'utilizzo sempre più invalso nella prassi del meccanismo di delega all'interno dell'organo amministrativo, le possibilità di effettivo controllo da parte di una componente eterogenea del collegio sono piuttosto scarse. L'introduzione di simile figura appare dunque superflua, quando non addirittura inopportuna <sup>(153)</sup>.

---

<sup>(151)</sup> Gli scandali finanziari verificatisi nel corso degli ultimi anni hanno peraltro evidenziato come l'inefficacia del controllo da parte degli amministratori non esecutivi non risulti mitigata nemmeno nei modelli di *governance* a struttura monistica, nonostante la maggior vicinanza tra *Non-Executive Directors* controllori ed *Executive Directors* controllati.

<sup>(152)</sup> Cfr. in questo senso OLIVIERI G. – *Prime osservazioni sui controlli "interni" nelle società quotate dopo la legge sulla tutela del risparmio*, cit., p. 294.

<sup>(153)</sup> Tra coloro che esprimono perplessità quanto all'istituto dell'amministratore di minoranza merita ricordare MONTALENTI P. – *Amministrazione, controllo, minoranze nella legge sul risparmio*, cit., p. 995: «Frantumazione dell'interesse sociale, dialettica oppositiva e non cooperativa nella gestione, rischi di asimmetrie tra amministratori eletti da minoranze ontologicamente diverse – si pensi ad amministratori nominati da soci minoritari concorrenti e amministratori nominati da investitori istituzionali – problemi di rappresentatività in caso di mutamento degli assetti proprietari, sono – in estrema sintesi – i dubbi che solleva il nuovo istituto.» (ma cfr., *supra*, n. 141); cfr. anche BELCREDI M. – *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza e dintorni*, cit., p. 877, secondo cui «L'adozione *obbligatoria* del modello con rappresentanza delle minoranze ha problemi suoi propri (rischi di manovre ricattatorie e comportamenti opportunistici, manovre di autodifesa che riducono la trasparenza della struttura proprietaria e delle decisioni) e non genera significativi miglioramenti rispetto al modello alternativo [ovvero il modello con amministratori indipendenti]. Non a caso, a livello internazionale è ampiamente prevalente la definizione di modelli flessibili, basati sull'autodisciplina, e il ricorso a requisiti di indipendenza, anziché alla rappresentanza delle minoranze.»; l'Autore peraltro nota (*Id.*, p. 870) che «il rischio di comportamenti opportunistici può assumere forme gravi, ad esempio qualora le minoranze siano costituite da imprese concorrenti (magari non quotate o dotate di forme di *governance* particolari, che le tengano al riparo da simili manovre), che possano acquistare con un investimento finanziario limitato un posto nel CdA e, di conseguenza, l'accesso a informazioni riservate sulle strategie aziendali (oltre che la possibilità di azioni di disturbo).» *Contra*, a favore della figura dell'amministratore di minoranza, cfr. DENOZZA F. – *"L'amministratore di minoranza" e i suoi critici*, cit., p. 767/I, il quale sembra invero non voler operare alcun distinguo tra amministratori indipendenti e di minoranza (per una rassegna delle varie tipologie di amministratori non esecutivi presenti nell'ordinamento italiano si rinvia a STELLA RICHTER JR. M. – *Gli amministratori non esecutivi nell'esperienza italiana*, cit., p. 163, il quale pure ritiene – *Id.*, p. 170 – che l'esperienza italiana in tema di amministratori non esecutivi debba essere giudicata positivamente, specie a seguito dell'introduzione della figura dell'amministratore di minoranza), nonché OLIVIERI G. – *Amministratori 'indipendenti' e 'di minoranza' nella legge sulla tutela del risparmio*, in A.G.E., 2006, p. 29, il quale precisa che il rapporto tra amministratori indipendenti e nominati dalla minoranza sembra configurarsi nei termini di una naturale continuità (cfr. *Id.*, p. 30: «senza il contributo

Non pare peraltro che i modelli alternativi di amministrazione siano maggiormente idonei a consentire lo scrutinio degli amministratori. Il sistema monistico, in particolare, che tradizionalmente viene indicato quale modello particolarmente adatto a favorire il dialogo tra il consiglio di amministrazione e l'organo, ad esso interno, preposto al *controllo* sulla gestione, non sembra rappresentare una soluzione necessariamente più efficiente, come dimostra l'occorrenza di numerosi episodi di malgoverno societario anche in società dotatesi di tale modello gestorio e, più in generale, come suggerisce la considerazione che gli *Executive Directors* mantengono sempre una notevole discrezionalità nel selezionare l'informazione da trasmettere ai *NEDs*, permanendo dunque il rischio che a questi ultimi pervenga un'informazione parziale ed edulcorata, quando non dolosamente ingannevole.

Inefficace appare anche, per le ragioni da ultimo esposte, la figura dell'amministratore indipendente <sup>(154)</sup>: quest'ultimo non si farà portavoce delle istanze di alcuna delle parti (e *teoricamente* può essere espresso anche dalla maggioranza, come peraltro già prevede l'art. 147-*ter* TUF <sup>(155)</sup>), ma il suo apporto in veste di controllore dell'operato degli amministratori dotati di deleghe non può che essere limitato, in ragione dei blandi poteri di "controllo".

---

degli amministratori indipendenti e dei codici di autodisciplina [...] difficilmente la misura di cui si discute potrà conseguire gli obiettivi per i quali è stata pensata.» e nota, condivisibilmente, che «L'introduzione del voto di lista per tutti gli amministratori, sia di maggioranza che di minoranza, potrebbe costituire [...] l'occasione propizia per superare antiche resistenze e per indurre finalmente le società a comunicare ai soci ed al mercato con congruo anticipo i nomi e le caratteristiche professionali di chi gestirà in futuro i loro risparmi.» (*Id.*, p. 32). Si sottacciano in questa sede le problematiche applicative ingenerate dalla previsione di cui all'art. 147-*ter* TUF, come quella del soggetto cui spetterà la revoca di tali amministratori (ci si limita a segnalare che appare preferibile che essi siano liberamente revocabili da parte dell'assemblea, del pari con gli altri amministratori espressi dalla maggioranza; qualora invece tali amministratori dovessero venire meno prima della durata naturale del mandato, il consiglio di amministrazione potrà eventualmente disporre la cooptazione fino alla successiva adunanza assembleare ove verranno prese le debite decisioni a riguardo della sostituzione).

<sup>(154)</sup> A tacere del problema di declinare concretamente l'*indipendenza* dell'amministratore, come nota in un breve ma acuto intervento FERRO-LUZZI P. – *Indipendente... da chi; da cosa?*, in Riv. Soc., 2008, p. 204 (sulle specifiche considerazioni dell'Autore si tornerà *infra*, par. 3.3.), le medesime perplessità riguardano anche le figure di amministratori indipendenti già previste dal legislatore, quale l'amministratore nominabile, se previsto dallo statuto, dai titolari di strumenti finanziari partecipativi (art. 2351, u.c. c.c.) «Sono chiari i limiti di tale modello: gli amministratori indipendenti, non avendo interessi propri da portare, sono facilmente 'catturabili' da parte del management tramite la concessione di adeguati benefici; inoltre, l'apatia razionale degli azionisti rende facile la nomina di amministratori che sono indipendenti solo in apparenza, tanto più che il processo di nomina è generalmente guidato dal management in carica.»; essi peraltro possono offrire una limitata vigilanza contro eventuali malversazioni da parte del *management*, e «difficilmente possono – in caso di malfunzionamento di altri presidi di controllo (*in primis* i revisori contabili) – portare all'eliminazione delle truffe.»: così BELCREDI M. – *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza e dintorni*, cit., pp. 856-857.

<sup>(155)</sup> Ciò, in una prospettiva *de iure condendo*, a patto che ne venga prevista la necessaria sostituzione a fine mandato, potendo la prospettiva di rielezione minare l'effettiva indipendenza dell'amministratore.

I propugnatori di una maggiore presenza di amministratori indipendenti – come peraltro caldeggiavano lo stesso Codice di autodisciplina <sup>(156)</sup> e le istituzioni comunitarie <sup>(157)</sup> – ritengono peraltro che tale soggetto dovrebbe contribuire a favorire ottiche di lungo periodo e una gestione più virtuosa della società <sup>(158)</sup>. Si rileva però che tale correlazione risulta indimostrata; al contrario, alcuni interessanti studi riguardanti la composizione del *board* di società statunitensi hanno messo in discussione l'esistenza di un legame tra grado d'indipendenza dell'organo amministrativo e redditività nel lungo termine di una società <sup>(159)</sup>. Più in generale, si rileva come la fiducia della dottrina nelle potenzialità dell'amministratore indipendente risulti sensibilmente scemata soprattutto nell'ordinamento ove la figura risulta per la prima volta introdotta, e ove il ricorso agli amministratori indipendenti risulta più largamente invalso nella prassi <sup>(160)</sup>.

---

<sup>(156)</sup> Il c.d. Codice Preda, a commento dell'art. 3 in tema di amministratori indipendenti afferma infatti (*Id.*, p. 27) che «il Comitato ritiene che la presenza in consiglio di amministratori qualificabili come indipendenti sia la soluzione più idonea per garantire la composizione degli interessi di tutti gli azionisti, sia di maggioranza, sia di minoranza. In tal senso, nel corretto esercizio dei diritti di nomina degli amministratori, è possibile che gli amministratori indipendenti vengano proposti dagli stessi azionisti di controllo». Sempre il commento (*Id.*, p. 23) invero contiene l'annuncio di principio secondo cui «L'indipendenza di giudizio è un atteggiamento richiesto a tutti gli amministratori, esecutivi e non esecutivi: l'amministratore consapevole dei doveri e dei diritti connessi alla propria carica opera sempre con indipendenza di giudizio.»; chiarisce inoltre (*Id.*, p. 23) che «Negli emittenti con azionariato diffuso l'aspetto più delicato consiste nell'allineamento degli interessi degli amministratori esecutivi con quelli degli azionisti. In tali emittenti, quindi, prevale un'esigenza di autonomia nei confronti degli amministratori esecutivi. Negli emittenti con proprietà concentrata, o dove sia comunque identificabile un gruppo di controllo, pur continuando a sussistere la problematica dell'allineamento degli interessi degli amministratori esecutivi con quelli degli azionisti, emerge altresì l'esigenza che alcuni amministratori siano indipendenti anche dagli azionisti di controllo o comunque in grado di esercitare un'influenza notevole.».

<sup>(157)</sup> Cfr. COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Raccomandazione della Commissione del 15 febbraio 2005 sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio d'amministrazione o di sorveglianza*, 2005/162/CE, pubblicata in GUUE L 52/51 del 25 febbraio 2005, disponibile al seguente indirizzo internet <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2005:052:0051:0063:it:PDF>.

<sup>(158)</sup> Cfr. per tutti LENER R. – *Gli amministratori indipendenti*, in G. Scognamiglio (a cura di) – *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, cit., p. 125 ss, il quale dà però conto (*Id.*, p. 126) delle principali critiche sollevate dalla dottrina statunitense relativamente a questa figura e ammette (*Id.*, p. 131) la problematicità del flusso informativo tra *gli executives* e *gli outside independent directors*: i primi infatti «hanno la possibilità di 'difendersi' selezionando le informazioni da fornire e, talora, scegliendo quale, tra possibili scelte alternative, sottoporre all'esame dell'amministratore indipendente.»; anche MONTALENTI P. – *Corporate governance: raccomandazioni Consob e prospettive di riforma*, cit., p. 716, ammette la problematicità della fissazione di quale sia il flusso di informazione necessario e sufficiente dai delegati al consiglio, e quale sia, specularmente, la soglia sotto la quale gli amministratori non esecutivi hanno il dovere di richiedere informazioni ulteriori.

<sup>(159)</sup> Cfr. BHAGAT S. – BLACK B. – *The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance*, 54 *Business Lawyer* (1999), p. 921, disponibile all'indirizzo [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=11417](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=11417).

<sup>(160)</sup> PALMITER A.R. – *Dark Matter in US Corporation (Corporate Governance in the United States)*, cit., p. 1, afferma che negli Stati Uniti «Controls that work have been stymied; and those that don't have been promoted. [...] while independent directors and institutional investors have been shown to be mostly ineffective, they have been the darlings of the political process.» L'Autore (*Id.*, p. 5 ss.) chiarisce ulteriormente che «we find 'independent directors' the most prominent corporate governance device in the United States and perhaps the least effective. [...] independent directors

\* \* \*

Le considerazioni appena esposte portano infine a domandarsi se, ferma restando la scelta di incardinare la gestione esclusivamente in seno all'organo amministrativo, questo sarà impermeabile a qualsivoglia tentativo di innovazione "dall'interno" e se ogni proposta di riforma volta al riequilibrio – *rectius*, diretta a ricercare un contrappeso all'interno del medesimo organo – sia destinata a rimanere frustrata e sacrificata sull'altare dell'efficienza dell'amministrazione.

Sul tema merita senza dubbio dare conto delle posizioni assunte recentemente da illustre dottrina <sup>(161)</sup>, che aspira a superare la prospettiva propria *dell'agency theory* in favore di un approccio più lato e articolato, che permetta di cogliere la complessità dei rapporti che contraddistinguono la *corporation* <sup>(162)</sup>: in particolare viene suggerita una riflessione sulla rivalutazione del ruolo dell'*integrità* nella *business community* e specificamente tra gli amministratori <sup>(163)</sup>. Più dettagliatamente, tale dottrina – che si chiarisce subito avere natura meramente descrittiva e non normativa, in ciò sostanziandosi il suo principale limite – afferma la sussistenza di una relazione causale tra integrità e *performance* societaria <sup>(164)</sup>. L'integrità, che viene

---

have been mostly an empty panacea. They are called on to do the humanly impossible: at once to be both trusted, collegial advisers to the company's management, bringing outside expertise and wisdom, and in the batting of an eye to be skeptical, adversarial monitors of the same management's honesty and integrity. This schizophrenic role may well be beyond human capabilities.». Contrariamente alle aspettative, il peso degli *independent directors* risulta notevolmente accresciuto nel Sarbanes-Oxley Act del 2002, come rileva correttamente LENER R. – *Gli amministratori indipendenti*, cit., p. 127.

<sup>(161)</sup> Trai vari Autori merita segnalare in particolare Michael Jensen, originariamente uno degli alfieri della teoria degli *agency costs*, il cui *revirement* risulta eclatante.

<sup>(162)</sup> PALMITER A.R. – *Dark Matter in US Corporation (Corporate Governance in the United States)*, cit., p. 2, ritiene che «the guiding theory of human behavior in the corporation – namely agency theory – has failed to capture the real motives and tendencies of corporate actors. That is, the mechanisms of corporate governance [...] are built on an incomplete theory. [...] there are greater forces at work in the corporation beyond the usual contractual, market, legal and norm-based forces that mold and move human behavior in the corporation. There is dark matter.». *Id.*, p. 18, viene ulteriormente chiarito che «In a world in which agency theory is the only paradigm, we lose the possibility of individuals and their corporations acting with completeness, where matters of personal conscience and social responsibility become part of the fabric of organizational decision making and action.».

<sup>(163)</sup> ROSSI G. – *Capitalismo opaco*, cit., p. 102, nel 2002 così denunciava: «Il conflitto d'interessi ha pervaso profondamente questo capitalismo finanziario. Non se ne esce senza una rivoluzione etica. Perfino negli Stati Uniti si è indebolita pericolosamente la *shame culture*, la cultura della vergogna, quella stessa che nell'antica Grecia aveva creato la peggiore delle sanzioni: l'ostracismo. Se non c'è la sanzione della squalificazione sociale, diminuisce il timore di compiere azioni scorrette.».

<sup>(164)</sup> ERHARD W., JENSEN M.C. – *Beyond Agency Theory: The Hidden and Heretofore Inaccessible Power of Integrity*, presentazione al convegno *Financial Management Association International European Conference*, Istanbul, June 7, 2012, disponibile all'indirizzo [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1552009](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1552009), p. 2, chiariscono infatti che «defining integrity as honoring one's word [...] 1) provides an unambiguous and actionable access to the opportunity for superior performance and competitive advantage at both the individual and organizational level, and 2) empowers

a essere identificata nella capacità di mantenere la parola data e nella coerenza <sup>(165)</sup>, costituisce secondo i propugnatori di detta teoria il sostrato dei concetti moralità, etica e legalità <sup>(166)</sup>, e soprattutto il prerequisito per il funzionamento (*inter alia*) di qualsiasi organizzazione, e in particolare per la massimizzazione della *performance* societaria <sup>(167)</sup>.

La tematica, frutto di una sensibilità storicamente ascrivibile maggiormente al mondo anglo-americano, appare senza dubbio estremamente suggestiva, ma di altrettanto difficile realizzazione pratica. Si rileva infatti in primo luogo la tendenziale incoercibilità delle condotte morali: in particolare, la valorizzazione e la diffusione di valori etici necessita di un efficiente meccanismo sanzionatorio a carattere reputazionale, che alla prova dei fatti si è dimostrato manchevole persino nei Paesi ove è tradizionalmente invalsa la c.d. *shame culture* <sup>(168)</sup>. In secondo luogo non è chiaro quali dovrebbero essere gli obiettivi a medio termine di una tale “rivoluzione etica”, che ove prendesse piede sarebbe sicuramente foriera del fondamento ideale per lo sviluppo delle relazioni

---

the three virtue phenomena of morality, ethics and legality.». Cfr. anche PALMITER A.R. – *Dark Matter in US Corporation (Corporate Governance in the United States)*, cit., p. 17, secondo cui, in mancanza di integrità, «The organization fails to keep promises (within and outside the organization), acts unethically, becomes untrustworthy, fails to comply with law – ultimately the organization does not to work.».

<sup>(165)</sup> Cfr. PALMITER A.R. – *Dark Matter in US Corporation (Corporate Governance in the United States)*, cit., p. 17: «Corporate leaders who ‘keep their word’ – who are trustworthy, whose words match their actions, who convey a sense of completeness – lead by example and thus create a corporate culture of integrity.». JENSEN M.C. – *Integrity: Without it Nothing Works*, Rotman: The Magazine of the Rotman School of Management, Fall 2009, 12 novembre 2009, disponibile all’indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1511274>, p. 16, chiarisce che «An individual is whole and complete when their *word* is whole and complete, and their word is whole and complete when they *honour* their word. We can honour our word in one of two ways: first, by keeping our word, and on time as promised; or second, as soon as we know that we won’t keep our word, we inform all parties involved and clean up any mess that we’ve caused in their lives. When we do this, we are honouring our word despite having not kept it, and we have maintained our integrity.». Cfr. anche, in una prospettiva allargata anche alla condotta degli azionisti, ARMSTRONG P., SPELLMAN J.D. – *Integrity is key to gaining good governance*, Financial Times, 2 febbraio 2009, disponibile al seguente indirizzo Internet <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/f9290304-ef07-11dd-bbb5-0000779fd2ac.html#axzz2NBFOXqym>.

<sup>(166)</sup> JENSEN M.C. – *Integrity: Without it Nothing Works*, cit., p. 16, precisa che «Integrity is a purely positive proposition. It has nothing to do with good vs. bad. [...] it just ‘is’. [...] Morality refers to a society’s standards of right and wrong behavior for individuals and groups within that society, while ethics refers to the normative set of values that apply to all members of a group or organization. Thus, both morality and ethics relate to desirable vs. undesirable behavior.». ERHARD W., JENSEN M.C. – *Beyond Agency Theory: The Hidden and Heretofore Inaccessible Power of Integrity*, cit., p. 2, ritengono vi sia un «causal link between integrity and increased performance, quality of life, and value-creation for all entities».

<sup>(167)</sup> Cfr. JENSEN M.C. – *Integrity: Without it Nothing Works*, cit., p. 17: «Integrity is important to individuals, groups, organizations and society because it creates *workability*. Without integrity, the workability of any object, system, person, group or organization declines; and as workability declines, the opportunity for performance declines. Therefore, integrity is a necessary condition for maximum performance.».

<sup>(168)</sup> Nota RORDORF R. – *Le società per azioni dopo la riforma: il sistema dei controlli*, in Foro it., 2003, p. 192, che il modello monistico, «per le già ricordate ambiguità nei ruoli di controllore e controllato, credo possa funzionare bene solo in un ambiente caratterizzato da un forte senso etico degli affari. Le recenti vicende statunitensi (caso Enron ed altri) hanno dimostrato che, se questa etica si affievolisce, quel sistema fa acqua...».

finanziarie <sup>(169)</sup>; essa necessiterebbe comunque di tempi di realizzazione estremamente lunghi per affermarsi, e per finire non potrebbe comunque *assicurare* risultati certi <sup>(170)</sup>. In altri termini, la valorizzazione dell'integrità è sicuramente positiva, ma non si può pretendere di pervenire a una maggiore efficienza delle regole sul governo societario esclusivamente perseguendo tale obiettivo "alto" <sup>(171)</sup>.

Le medesime considerazioni valgono poi, a maggior ragione, per le teorizzazioni di altra dottrina, che propugna l'adozione da parte delle società di politiche finalizzate all'*altruismo* <sup>(172)</sup>.

In definitiva, le teorie recentemente sviluppatesi, che caldeggiavano l'abbandono di un'impostazione rigidamente ancorata all'*agency theory*, trovano il proprio limite nella non traducibilità in concreti precetti positivi, o perlomeno nella mancata formulazione di regole di condotta passibili di "misurabilità": alla luce di tutte le considerazioni ad ora esposte la via del ripensamento del ruolo dell'organo amministrativo si profila come oltremodo impervia; appare molto più credibile invece che i contrappesi necessari ad operare un ribilanciamento del governo societario e a individuare un nuovo equilibrio, debbano essere individuati altrove, all'esterno dell'organo amministrativo.

---

<sup>(169)</sup> Rileva MONTALENTI P. – *Amministrazione, controllo, minoranze nella legge sul risparmio*, cit., p. 993, che «È vero che in assenza di specifiche sanzioni giuridiche la sanzione per i comportamenti devianti è soltanto quella della perdita del c.d. capitale reputazionale, che trova un apprezzamento molto variabile nei diversi ordinamenti, ma è anche vero che le sanzioni sociali, se richiedono tempo per affermarsi, sono anche quelle più efficaci quando siano comunemente riconosciute.».

<sup>(170)</sup> PALMITER A.R. – *Dark Matter in US Corporation (Corporate Governance in the United States)*, cit., p. 18, riconosce che «allowing integrity to take root in our corporations holds out the *hope* [il corsivo è di chi scrive] that the corporation will begin to think, decide and act with a fuller sense of purpose. This is not the imposition from outside of social norms, but rather the flowering from within of those same norms.».

<sup>(171)</sup> Cfr. PALMITER A.R. – *Dark Matter in US Corporation (Corporate Governance in the United States)*, cit., p. 18: «We are not as one-dimensional as the *homo economicus* agency theory posits. Recognizing the force of integrity – and giving it a chance to take root – is essential to moving corporate action to align with personal and then societal interests.».

<sup>(172)</sup> Cfr. GATES D., STEANE P. – *Altruism – an alternate value in policy formation and decision making*, in *International Journal of Social Economics*, v. 36, 2009, p. 968, secondo cui «a range of altruistic motives exist for corporate living, as well as policies focussed on pure corporate needs are designed to convince shareholders that "good citizenship is also good business"»; anche questa posizione, volta ad abbracciare un approccio alternativo al *razionalismo economico*, ha un connotato prettamente descrittivo, oltre a prestare il fianco sul piano della lettura e interpretazione fenomenologica, come sembrano rilevare i medesimi Autori, ove affermano (*Id.*, p. 971) «When socially responsible corporations engage in activities that benefit disadvantaged stakeholders they may be at odds with Friedman's ideas of socially responsible businesses, because they restrict profit levels. Despite many corporations making significant contributions to disaster relief their motive may not be altruistic. In global setting although philanthropy exercised by MNEs may be altruistic it could merely be a management strategy, a public relations exercise or a means of enhancing or maintaining the enterprise's reputation.».



## CAPITOLO SECONDO

### IL LEGISLATORE EUROPEO E IL RINNOVATO RUOLO DEGLI AZIONISTI

Con una scelta parzialmente in controtendenza rispetto alle opzioni abbracciate da altri legislatori <sup>(173)</sup>, le istituzioni europee hanno sposato l'orientamento dottrinale favorevole all'individuazione di un nuovo equilibrio fondato sulla valorizzazione del ruolo dei soci e della loro attiva partecipazione.

#### 1. La Direttiva *Shareholders' Rights*: un'inversione di rotta

Con la Direttiva 2007/36/CE il legislatore comunitario arriva a tracciare infatti una nuova rotta nella direzione della valorizzazione del ruolo dei soci e del conseguente ampliamento delle prerogative a essi demandate <sup>(174)</sup>. Prima di analizzare il testo della "Direttiva Azionisti" e i singoli diritti che essa attribuisce ai soci, è oltremodo opportuno però chiarire quali ne siano i presupposti concettuali; in altre parole, per coglierne la portata, a tratti dirompente, e gli altrettanto evidenti limiti, sarà necessario comprendere in che termini, e, prima ancora, sulla base di quali convinzioni sia maturata l'idea che un rinnovato equilibrio nella *governance* possa fondare su un maggior peso specifico attribuito all'organo assembleare e ai soci singolarmente considerati.

---

<sup>(173)</sup> La presente sede non vuole né potrebbe dare compiutamente conto degli orientamenti in tema di governo societario invalsi in ciascun Paese. Ci si limita a segnalare, a titolo di mero esempio, che – contrariamente all'avviso da parte di considerevole dottrina, che caldeggiava l'attribuzione ai soci di poteri decisori sensibilmente maggiori: cfr. *inter alios* BEBCHUK L.A. – *The Case for Increasing Shareholders Power*, in v. 118 Harv. L. Rev. (2005), n. 3, p. 833, disponibile all'indirizzo [http://papers.ssrn.com/abstract\\_id=387940](http://papers.ssrn.com/abstract_id=387940) – la reazione agli scandali finanziari che ha dato il via negli Stati Uniti alla riscrittura delle regole di *corporate governance* si contraddistingue per l'introduzione di un notevole *corpus* di norme imperative che non mirano a valorizzare le potenzialità insite nei diritti di *voice* degli azionisti, se non limitatamente all'agevolazione delle deleghe di voto, tematica questa connotata da un'intrinseca ambivalenza, in quanto il *proxy voting* agevola la partecipazione da un punto di vista quantitativo, ma non comporta necessariamente, sul piano qualitativo, un innalzamento del livello di dialogo endosocietario; in questo senso è dubbio che si possa in tal caso compiutamente parlare della delega di voto come di un diritto di *voice*. In argomento, PALMITER A.R. – *Dark Matter in US Corporation (Corporate Governance in the United States)*, *cit.*, p. 7, si dimostra scettico a proposito dell'efficacia delle (più timide che in Europa) aperture alla partecipazione degli azionisti: «Although both state law and new federal rules pursuant to the Dodd-Frank financial reforms of 2010 give shareholder voting more binding effect, there is no indication that greater shareholder access (primarily by institutional shareholders) to the nomination and election process will result in real changes in board composition or effectiveness. It's unlikely that institutional investors will put up a short slate of independent nominees. The vociferous opposition by management to greater democracy in the corporation is in all likelihood a tempest in a teapot.».

<sup>(174)</sup> Cfr. *infra*, par. 2.1.2.

### 1.1. Genesi della Direttiva

a) Dall'istituzione dell'*High Level Group of Company Law Experts* alla pubblicazione del documento di consultazione *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*

A seguito del Consiglio europeo di Lisbona del 2000, in cui veniva assunta la decisione di “ristrutturare” l'economia europea <sup>(175)</sup>, la Commissione, nella persona del Commissario al Mercato Interno Frits Bolkestein, procedeva all'individuazione di un *pool* comunitario di giuscommercialisti e alla conseguente istituzione, il 4 settembre del 2001, dell'*High Level Group of Company Law Experts* – Gruppo ad Alto Livello di Esperti di Diritto Societario <sup>(176)</sup> – originariamente concepito come un interlocutore privilegiato della Commissione stessa nell'opera di riforma della disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto e, più in generale, destinato a dare l'avvio a una complessiva modernizzazione del diritto societario nell'Unione Europea <sup>(177)</sup>.

Nella seconda fase del proprio lavoro, incentrata sull'individuazione delle priorità per l'ammodernamento del diritto societario comunitario, L'*High Level Group*, presieduto dal professor Jaap Winter, veniva chiamato a esaminare le *best practices* in ambito comunitario e statunitense, e a formulare raccomandazioni relativamente ad alcune delle principali problematiche concernenti la *corporate governance*, tra cui il tema dei diritti degli azionisti, anche in connessione col voto transfrontaliero e le assemblee virtuali, alla luce delle nuove tecnologie dell'informazione <sup>(178)</sup>.

---

<sup>(175)</sup> Consiglio europeo di Lisbona – conclusioni della Presidenza, 23 e 24 marzo 2000: cfr. il seguente indirizzo [http://www.europarl.europa.eu/summits/lis1\\_it.htm](http://www.europarl.europa.eu/summits/lis1_it.htm). Tale decisione viene letta da ARMOUR J., RINGE W.-G. – *European Company Law 1999-2010: Renaissance and Crisis*, Oxford Legal Studies Research Paper No. 63/2010, disponibile all'indirizzo [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1691688](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1691688), p. 28, sottolineandone la valenza nella prospettiva della competizione legislativa con il modello statunitense e della possibilità di attrarre investimenti: «American securities regulation was and has been highly sophisticated, offering a high standard of investor protection. For the EU to remain attractive to investors, it felt compelled to offer equivalent investor protection.».

<sup>(176)</sup> Questa la traduzione, letterale, adottata nei documenti in lingua italiana: cfr. *infra*, par. 2.1.1. c).

<sup>(177)</sup> Cfr. *Company law: Commission creates High Level Group of Experts*, Press Release IP/01/1237, Brussels, 4th September 2001, disponibile alla seguente pagina Internet: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/01/1237&format=HTML&aged=1&language=en&guiLanguage=en>. La prima fase di lavoro del Gruppo, incentrata sulla materia delle offerte pubbliche d'acquisto, si concludeva con la pubblicazione del report THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, Brussels, 10 January 2002, disponibile all'indirizzo [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf).

<sup>(178)</sup> Cfr. *Company law: Commission creates High Level Group of Experts*, *cit.*, p. 2. «During a second stage, the Group is due to provide recommendations for a modern regulatory European company law framework designed to be sufficiently flexible and up-to-date to meet companies' needs, taking into account fully the impact of information technology. The Group will examine best practice developed in the Member States (as well as in the USA) and consider a range of issues including the following: the creation and functioning of companies and groups of companies, cooperatives and mutual enterprises, including corporate governance; shareholders' rights, including cross-border

Nei primi mesi del 2002 l'High Level Group presentava il documento di consultazione *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe* <sup>(179)</sup>, da cui già trasparivano gli orientamenti in seno al Gruppo stesso, che sarebbero stati poi definitivamente cristallizzati con la pubblicazione del documento definitivo del novembre 2002 <sup>(180)</sup>. In particolare, in questa sede, veniva nitidamente individuato nell'azionista il soggetto astrattamente idoneo (anzi, ideale) per monitorare l'operato degli amministratori <sup>(181)</sup>, nonostante questi si dimostri poi in concreto "razionalmente apatico" <sup>(182)</sup>, preferendo a una partecipazione attiva – che gli consentirebbe di esercitare, tendenzialmente in proporzione all'aliquota di capitale sociale posseduta, la propria influenza sulla società, ma che comporterebbe del pari ingenti costi – un atteggiamento passivo e indifferente, in altri termini, appunto, apatico <sup>(183)</sup>.

Più specificamente, la tesi propugnata nel documento di consultazione prendeva le mosse dalla premessa – che, a ragione, può essere considerata quale un dato ormai consolidato – secondo cui l'assemblea della società per azioni avrebbe oggigiorno perso il proprio originario ruolo centrale di luogo di dibattito e confronto, deputato a determinare, nell'ambito delle competenze a essa

---

voting and virtual general meetings; corporate restructuring and mobility (for instance, the transfer of the corporate seat); the possible need for new legal forms (for instance, a European Private Company, which would be of particular relevance for SMEs); the possible simplification of corporate rules in light of the SLIM report on the Second Company Law Directive of 13 December 1976 on the formation and capital maintenance of public limited liability companies.».

<sup>(179)</sup> THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultative Document of the High Level Group of Company Law Experts*, 2002, disponibile all'indirizzo: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/consult\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/consult_en.pdf).

<sup>(180)</sup> Cfr. *infra*, par. 2.1.1. b).

<sup>(181)</sup> Cfr. THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultative Document of the High Level Group of Company Law Experts*, *cit.*, p. 18: «shareholders focus on wealth creation and are, therefore, very suited to act as "watchdog", not only on their own behalf, but even on behalf of other stakeholders».

<sup>(182)</sup> «Voting in the general meeting of shareholders is a key shareholders' right and, of course, central to corporate governance. [...] Yet in many cases shareholders will refrain from participating in general meetings and voting, even if it is made easy for them by electronic ways and means. This well-known phenomenon of "rational apathy" is not only common for private shareholders, but also for many institutional shareholders (unless one goes so far as to oblige them to vote by law). In companies with one or more principal shareholders, minority shareholders have no real influence even if they vote.»: così THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultative Document of the High Level Group of Company Law Experts*, *cit.*, p. 14.

<sup>(183)</sup> Così THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultative Document of the High Level Group of Company Law Experts*, *cit.*, p. 18: «Exercise of influence by shareholders presupposes that it is, indeed, possible to influence the company and, in addition, appears attractive for shareholders to do so. These matters, in turn, depend on the costs and difficulties attached to exercising influence».

ascrisse, la volontà sociale, per divenire piuttosto il momento per ratificare formalmente orientamenti già formati altrove <sup>(184)</sup>.

L'High Level Group riteneva che le tecnologie moderne, diminuendo sensibilmente i costi cognitivi, possano giocare un ruolo di rilievo nel facilitare la reperibilità dell'informazione preassembleare, e così favorire la possibilità che l'assemblea torni a essere un luogo di effettivo dibattito <sup>(185)</sup>, a beneficio diretto della società e dei suoi soci, ma, di riflesso, anche dello stesso mercato: azionisti maggiormente informati avrebbero infatti la possibilità di contribuire a una migliore allocazione dei capitali, e quindi giovare all'intera economia comunitaria <sup>(186)</sup>.

Il Gruppo affermava l'importanza, per la società stessa, per i soci, ma anche per gli altri *stakeholders*, della attribuzione ai soci di una concreta possibilità di esercitare attivamente la propria influenza sulla compagine <sup>(187)</sup>, e sottolineava come fosse necessario rendere meno onerosa la scelta di investire nell'esercizio di tale influenza. Individuava quindi, per la prima volta, sottoponendoli al vaglio dei *respondents* alla consultazione, gli specifici diritti che sarebbe stato

---

<sup>(184)</sup> Cfr. THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultative Document of the High Level Group of Company Law Experts*, cit., p. 21 «The shareholders who actually do attend the general meeting may find that this form of meeting may not be the best forum for exchange of views and decision-making. In many instances, the resolutions to be taken at the meeting have been pre-approved by key shareholders or, where proxy voting does take place, the vast majority of votes has already been cast. As a result, the meeting may appear as a mere formality where little can be changed by debate». Cfr. *supra*, in particolare par. 1.1.2 e, specificamente riguardo alle assemblee di società per azioni italiane, par. 1.2.

<sup>(185)</sup> THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultative Document of the High Level Group of Company Law Experts*, cit., p. 9, precisava: «In the area of company law basic concepts and goals may not necessarily change as a result of modern technology. Modern technology, however, may offer new and more efficient means to achieve these concepts and goals.»; il concetto veniva più specificamente declinato a p. 21: «Modern technology thus can facilitate an efficient debate and informed decision-making by shareholders of listed companies at low costs for all in a way that the traditional general meeting never could.».

<sup>(186)</sup> Benché il potenziale impatto delle moderne tecnologie sulla circolazione dell'informazione e sul conseguente dibattito assembleare sia indubbio, nel rinviare alla sede opportuna per la sua disamina (cfr., *infra*, par. 2.2.1.), si premette che esso appare sovrastimato dal documento di consultazione, oltre che evidenziato troppo enfaticamente (ed entusiasticamente), ove viene affermato che «Modern technology has the power to replace the illusion of shareholder rights with the reality of it.»: così THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultative Document of the High Level Group of Company Law Experts*, cit., p. 21. Per una nota critica sull'approccio adottato dall'High Level Group, e più in generale sull'effettiva necessità di un intervento comunitario finalizzato alla valorizzazione del voto degli azionisti cfr. FERRAN E. – *The Role of the Shareholder in Internal Corporate Governance: Enabling Shareholders to Make Better-Informed Decisions*, in *European Business Organization Law Review*, 2003, p. 491 (e cfr. p. 509 ss. per alcune obiezioni relative alla sicurezza del voto elettronico).

<sup>(187)</sup> THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultative Document of the High Level Group of Company Law Experts*, cit., p. 18: «It is important for companies and their shareholders, as well as other stakeholders, that shareholders have effective means to actively exercise influence over the company».

opportuno accordare ai soci per incentivarne la partecipazione, e i corrispondenti doveri in capo alle società <sup>(188)</sup>: proponeva in primo luogo la formalizzazione del dovere per le società di istituire gli accorgimenti idonei a favorire l'informazione dei soci e la comunicazione biunivoca di questi con la società stessa, anche consentendo l'utilizzazione del mezzo telematico; prospettava inoltre la possibilità di fissare una disciplina che regolamentasse e semplificasse l'esercizio dei diritti "preassembleari" di porre domande e inviare proposte di delibera assembleare; sempre al fine di tutelare i diritti informativi degli azionisti, il documento avanzava infine l'idea che, ove necessario, fosse attribuito all'assemblea, o ai soggetti che detengono un'aliquota qualificata del capitale sociale, il diritto di ottenere una «special investigation into the affairs of the company», da parte di un giudice o di un'autorità amministrativa <sup>(189)</sup>.

Quanto alla fase assembleare, l'High Level Group sottolineava come, in vista della piena realizzazione di un mercato dei capitali integrato, dovesse essere necessariamente posta attenzione nell'assicurare che gli azionisti che risiedono in altri Stati appartenenti all'Unione Europea abbiano le medesime opportunità di prendere parte al processo di informazione, comunicazione e decisione, rispetto ai loro omologhi residenti nel Paese della sede sociale <sup>(190)</sup>, in particolare qualora le loro partecipazioni siano detenute e gestite attraverso catene di intermediari <sup>(191)</sup>: prevedeva quindi la possibilità di rinunciare al dogma della necessaria presenza fisica in assemblea, legittimando la

---

<sup>(188)</sup> Cfr. THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultative Document of the High Level Group of Company Law Experts*, cit., p. 19 ss.

<sup>(189)</sup> Così la Press Release, p. 2, e il testo del *Consultative Document*, p. 15, ove venivano meglio specificati l'ambito di applicazione e le condizioni di esercizio di tale diritto: «Where the standard rights of information of shareholders are not sufficient to clarify what the problems in a company are, shareholders, either in a general meeting or individually when holding, say, 5 or 10 per cent of the share capital, could be given the right to apply to a court or appropriate administrative body to order a special investigation. Such an investigation could be conducted by the court or administrative body or by a professional under its supervision. Such a special investigation procedure could offer an efficient and overall not too costly way of enhanced shareholder information.».

<sup>(190)</sup> «The general effort to create an integrated capital market in Europe will induce investors to invest more and more in companies in other Member States. It is therefore important that shareholders across the European Union have equivalent opportunities and facilities to participate in the information, communication and decision-making processes of shareholders»: THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultative Document of the High Level Group of Company Law Experts*, cit., p. 18.

<sup>(191)</sup> «The identification of shareholders entitled to vote and the process of communicating with and voting by such shareholders pose particular problems where shareholders hold shares through chains of securities intermediaries as nowadays is customary especially when investors invest in companies in other jurisdictions.»: THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultative Document of the High Level Group of Company Law Experts*, cit., p. 19.

partecipazione e il voto tramite il mezzo elettronico (grazie a *webcasts* via Internet o satellite); il Gruppo raccomandava inoltre la semplificazione della disciplina delle deleghe di voto <sup>(192)</sup>.

Il documento evidenziava altresì la centralità della figura degli investitori istituzionali, ritenendo – con l’adozione di una posizione generalizzante e come tale non condivisibile <sup>(193)</sup> – che questi siano oggi maggiormente interessati rispetto al passato a investire nell’acquisizione del controllo delle società di cui detengono partecipazioni <sup>(194)</sup>; si interrogava dunque sulla possibilità di formalizzarne in una qualche maniera il ruolo, suggerendo di imporre loro (previsione che – veniva ventilato – avrebbe potuto essere estesa anche ai detentori di partecipazioni qualificate, indipendentemente dal fatto che fossero investitori istituzionali o meno) una maggior trasparenza riguardo alle politiche d’investimento perseguite e alle modalità di esercizio dei diritti di voto attribuiti dalle azioni da essi detenute per conto degli investitori finali, senza però arrivare a generalizzare l’imposizione dell’esercizio del voto <sup>(195)</sup>.

L’High Level Group perveniva invece alla convinzione che non fosse opportuno dare l’avvio all’elaborazione di un codice di *corporate governance* comunitario: lo studio realizzato per la Commissione da Weil, Gotshal & Manges LLP, pubblicato nel gennaio 2002 <sup>(196)</sup> ed

---

<sup>(192)</sup> Cfr. THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultative Document of the High Level Group of Company Law Experts*, cit., p. 21: «For practical reasons (costs, time) most of the shareholders are unable to attend the meeting in person, or send personal representatives. In order for shareholders to be able to participate in the decisionmaking they must be able to vote in absentia, either by way of direct vote outside the meeting (cf. the "vote par correspondance" in France) or by way of a voting instruction and proxy to be exercised in the meeting by somebody else».

<sup>(193)</sup> Cfr. *infra*, par. 2.2.1.

<sup>(194)</sup> Cfr. THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultative Document of the High Level Group of Company Law Experts*, cit., p. 22: «[institutional investors] are increasingly inclined to invest in internal control within the company.».

<sup>(195)</sup> Cfr. THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultative Document of the High Level Group of Company Law Experts*, cit., p. 22: «The question is whether the role of institutional investors in the companies in which they invest should somehow be formalised. This could be done by requiring them to disclose their policy regarding the investments they make, and how they exercise their voting rights with respect to companies in which they hold shares. [...] Even more far reaching would be a requirement for institutional investors to exercise the voting rights attached to shares held by them. Such a requirement exists for certain types of pension funds in the United States of America. For some institutional investors such a requirement may already follow from the particular duties they owe to their beneficiaries. It is difficult to see how such a requirement could be generalised for all the different types of institutional investors in Europe. Also, it is doubtful whether such a voting requirement would substantially add something to a requirement for institutional investors or, more generally, certain major shareholders, to disclose their voting practices. Finally, from a company law perspective it does not make sense to compel shareholders to exercise their voting rights: one can take a horse to the water but one cannot make it drink.».

<sup>(196)</sup> Cfr. WEIL, GOTSHAL & MANGES LLP – *Comparative Study Of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union And Its Member States*, January 2002, documento disponibile al seguente indirizzo Internet [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/corpgov/corp-gov-codes-rpt-part1\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/corpgov/corp-gov-codes-rpt-part1_en.pdf).

esspressamente richiamato dal documento di consultazione <sup>(197)</sup>, aveva rilevato come non sussistesse tale necessità, e che fosse invece preferibile che le *best practices* continuassero a svilupparsi sotto l'influenza delle forze di mercato <sup>(198)</sup>; dato atto inoltre delle profonde differenze tra le basi giuridiche degli ordinamenti nazionali, un codice unitario avrebbe potuto solamente indicare alcuni principi base di buon governo – a questa esigenza peraltro già rispondono i *Principles of Corporate Governance* elaborati dall'OECD – e non dettare raccomandazioni specifiche, a meno di accontentarsi di individuare esclusivamente il minimo comun denominatore tra le esperienze proprie dei vari Paesi membri <sup>(199)</sup>. La stessa traduzione dei concetti inerenti alle *best practices* in indicazioni pratiche avrebbe peraltro richiesto svariati anni per arrivare a conclusione <sup>(200)</sup>.

Secondo l'High Level Group peraltro, stanti le notevoli divergenze tra le norme di diritto societario in vigore nei vari Paesi comunitari, un codice unitario non potrebbe raggiungere l'obiettivo di informare gli investitori istituzionali sulle regole chiave di governo societario invalse

---

<sup>(197)</sup> Cfr. THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultative Document of the High Level Group of Company Law Experts*, cit., p. 16. Le conclusioni di predetto studio sarebbero state poi confermate nel *final Report* dell'High Level Group (investito della problematica a seguito dell'ampliamento delle proprie prerogative, deliberato dal Consiglio di Oviedo nell'aprile 2002), nonché dalla stessa Commissione nella Comunicazione COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire*: comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo, Bruxelles, 21 maggio 2003, COM (2003) 284 definitivo, disponibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:IT:PDF>, p. 12 ss.: la Commissione, pur supportando (cfr. pp. 13 e 16) l'impegno dell'OCSE di aggiornare i Principi di governo societario precedentemente individuati (la prima versione dei Principi, OECD – *OECD Principles of Corporate Governance*, 1999, è disponibile alla seguente pagina [http://www.ecgi.org/codes/code.php?code\\_id=89](http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=89); la versione aggiornata, OECD – *Principi di governo societario dell'OCSE*, 2004, è consultabile all'indirizzo <http://www.oecd.org/dataoecd/59/42/34622654.pdf>), prediligerà un approccio volto al coordinamento – quindi all'armonizzazione, piuttosto che all'uniformazione – dei codici sul governo societario esistenti, optando per l'uniformazione esclusivamente per le norme considerate essenziali. Cfr. in proposito anche *Diritto delle società e governo societario: la Commissione presenta un Piano d'azione*, Press Release, Bruxelles, 21 maggio 2003, n. IP/03/716, di cui può essere presa visione alla seguente pagina Internet <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/03/716&format=HTML&aged=1&language=IT&guiLanguage=en>, che a p. 2 così sintetizza: «La Commissione ritiene che un codice europeo sul governo societario non apporterebbe un valore aggiunto significativo, ma si limiterebbe ad aggiungere un livello supplementare tra i principi internazionali ed i codici nazionali. Un approccio basato sull'autoregolamentazione del mercato, che preveda esclusivamente raccomandazioni non vincolanti, non è tuttavia sufficiente a garantire un governo societario efficace.».

<sup>(198)</sup> Cfr. WEIL, GOTSHAL & MANGES LLP – *Comparative Study Of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union And Its Member States*, cit., p. 81.

<sup>(199)</sup> Così WEIL, GOTSHAL & MANGES LLP – *Comparative Study Of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union And Its Member States*, cit., p. 81. Anche lo studio sottolineava come le direzioni in cui il legislatore avrebbe dovuto muovere sarebbero dovute essere quelle dell'esercizio dei diritti partecipativi e della trasparenza. A p. 83 veniva suggerita infine l'istituzione di un *forum* comunitario ove poter discutere problematiche e approcci relativi alla riforma del diritto societario.

<sup>(200)</sup> In questi termini: WEIL, GOTSHAL & MANGES LLP – *Comparative Study Of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union And Its Member States*, cit., p. 75.

nell'Unione <sup>(201)</sup>; né – trattandosi di un codice per definizione complementare alla legislazione – potrebbe contribuire a migliorare le regole di *governance* <sup>(202)</sup>; in linea con lo studio di Weil, Gotshal & Manges, anche nel documento *A modern regulatory framework* si preferiva affermare che lo sviluppo di *best practices* dev'essere demandato al mercato e ai soggetti che ne sono attori; l'High Level Group propendeva dunque per la valorizzazione dell'elemento reputazionale, per un approccio contrattualista alla redazione dei codici di *corporate governance*, e per un'adesione a questi su base volontaria.

Anziché optare per l'imposizione di regole comuni a livello comunitario, il documento di consultazione suggeriva che la convergenza potesse essere più realisticamente raggiunta tramite il coordinamento dei codici nazionali esistenti; gli orientamenti espressi dall'High Level Group sarebbero stati poi favorevolmente accolti dagli aderenti alla consultazione: i *respondents* avrebbero infatti condiviso l'idea di bocciare un codice unitario di *corporate governance*, per prediligere piuttosto un approccio diretto al coordinamento dei codici nazionali esistenti <sup>(203)</sup>.

In sintesi, le prime raccomandazioni proposte dall'High Level Group per tutelare maggiormente i soci – e implicitamente, per stimolarne l'attivismo e far venire meno l'apatia tradizionalmente ascritta agli investitori, finanche istituzionali – andavano nella direzione della trasparenza e del rafforzamento dei diritti partecipativi, come dei corrispondenti doveri in capo alla società, che il documento di consultazione provvedeva puntualmente a individuare <sup>(204)</sup>.

---

<sup>(201)</sup> Cfr. THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultative Document of the High Level Group of Company Law Experts*, cit., p. 17.

<sup>(202)</sup> «Harmonizing corporate governance codes while leaving company law untouched is putting the cart before the horse.»: così, icasticamente, THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultative Document of the High Level Group of Company Law Experts*, cit., p. 17.

<sup>(203)</sup> Gli esiti della pubblica consultazione venivano pubblicati in allegato alla stessa relazione finale dd. 4 novembre 2002: cfr. THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Brussels, 4 November 2002, disponibile all'indirizzo [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf); la correlativa Press Release è consultabile al seguente link: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/presscomm-group\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/presscomm-group_en.pdf). Secondo quanto riportato nell'*Annex 3 – Summary of comments submitted to the High Level Group of Company Law Experts in response to its consultation document*, p. 145, il 66% dei *respondents* alla Question 11 del documento consultivo non riteneva vi fosse infatti la necessità di creare un codice europeo di *corporate governance* che andasse ad aggiungersi ai vari codici nazionali già in vigore, e tantomeno a sostituirli, ritenendo che le differenze socio-economiche tra Paesi membri richiedessero il mantenimento di regole differenziate; secondo il 51% di coloro che avevano risposto alla Question 11 c), l'Unione Europea avrebbe dovuto piuttosto adoperarsi per coordinare i codici nazionali, così da stimolare lo sviluppo della convergenza su *best practices* a livello comunitario. Il dato statistico non va d'altro canto enfatizzato oltre misura, perché il rilievo si basa su di un campione piuttosto esiguo di soggetti.

<sup>(204)</sup> Queste alcune delle chiavi di volta della riforma, secondo THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultative Document of the High Level Group of Company Law Experts*, cit., p. 13: «Better information for shareholders and creditors, in particular better disclosure of

b) Le reazioni al documento di consultazione; il Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe

L'impostazione abbracciata dall'High Level Group si dimostrerà sin da subito condivisa a livello comunitario: le posizioni assunte nel documento di consultazione avrebbero infatti sistematicamente trovato riflesso nella successiva produzione politico-programmatica delle istituzioni europee. In particolare, nel periodo intercorrente tra la consultazione promossa dall'High Level Group e la pubblicazione del *final report*, nelle Conclusioni della Presidenza del Consiglio europeo di Barcellona del 15-16 marzo 2002 veniva espressamente sottolineata la relazione intercorrente fra trasparenza sull'attività gestoria e tutela degli azionisti, nonché tra *responsible corporate governance* ed efficienza economica <sup>(205)</sup>.

Il 13 Aprile 2002, nell'ambito della riunione informale sotto la presidenza spagnola, tenutasi ad Oviedo, il Consiglio ECOFIN, «in linea con le conclusioni del Consiglio di Barcellona» estendeva ulteriormente i compiti demandati all'High Level Group <sup>(206)</sup>.

---

corporate governance structures and practices [...] strengthening shareholders' rights and minority protection, in particular supplementing the right to vote by special investigation procedures.».

<sup>(205)</sup> «Un buon governo societario è fondamentale per l'efficienza economica. Sono noti gli effetti positivi che ne derivano per la gestione aziendale, la fiducia, gli investimenti e i flussi di capitale. Il Consiglio incoraggia gli Stati membri a prendere iniziative per garantire la trasparenza in termini di gestione e contabilità e per tutelare gli azionisti e altri soggetti interessati.»: così il Consiglio europeo di Barcellona – Conclusioni della Presidenza, 15-16 marzo 2002, doc. SN 100/1/02 REV 1, disponibile al seguente indirizzo Internet [http://consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/it/ec/71065.pdf](http://consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/it/ec/71065.pdf), p. 39, *sub* n. 18.

<sup>(206)</sup> Ai sensi del memorandum *Preparation of the informal meeting of EU Economics and Finance Ministers, Oviedo, Spain, 12-14 April 2002*, Brussels, 11<sup>th</sup> April 2002, ref. MEMO/02/72, p. 3, disponibile alla pagina <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/02/72&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>, veniva anticipato che «The Commissioner will tell the meeting that, in response to the Barcelona European Council Conclusions, the Commission will ask the high level group of company law experts (see IP/01/1237) to look at additional corporate governance issues, including the role of non-executive directors and of supervisory boards; management remuneration; and the responsibility of management for the preparation of financial information.».

Sull'esito del vertice di Oviedo cfr. anche la successiva *Financial services: Commission services publish analysis of repercussions of Enron collapse*, Press Release, Brussels, 18<sup>th</sup> April 2002, ref. IP/02/584, disponibile alla pagina <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/02/584&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>, p. 2. Trai documenti in lingua italiana, la nota *Una prima risposta dell'Unione Europea alle questioni politiche sollevate dal caso Enron – Nota per il Consiglio ECOFIN informale di Oviedo del 12 e 13 aprile, 2002*, disponibile all'indirizzo [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/enron/ecofin\\_2004\\_04\\_enron\\_it.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/enron/ecofin_2004_04_enron_it.pdf), a p. 6 prevedeva, quanto ai provvedimenti in materia di diritto societario, l'estensione del mandato dell'High Level Group ad altre problematiche tra cui il ruolo degli amministratori non aventi incarichi esecutivi e dei consigli di sorveglianza, la remunerazione dei «direttori» e la loro responsabilità per la preparazione dell'informativa finanziaria, ma soprattutto, per quanto rileva in questa sede, il riesame dello studio della Commissione sui codici di diritto societario; lo stesso High Level Group, nel *Report* dd. 4 novembre 2002, p. 3 (come peraltro evidenziato dalla relativa Press Release, p. 1), su cui *infra*, sottolineerà l'avvenuta estensione del proprio mandato ad opera del Consiglio Affari Economici e Finanziari. Sull'accordo di Oviedo cfr. anche COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Servizi finanziari. Il clima migliora ma c'è ancora abbastanza da fare – Sesta relazione sui progressi compiuti*, Relazione al Consiglio e al Parlamento europeo, Bruxelles, 3 giugno 2002, COM(2002)267 definitivo, documento disponibile alla pagina [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/actionplan/index/progress6\\_it.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/progress6_it.pdf), p. 4.

In data 30 settembre 2002 inoltre, il Consiglio Competitività, in vista dell'imminente pubblicazione da parte del Gruppo di esperti ad alto livello degli esiti del proprio lavoro, invitava la Commissione a promuovere un approfondito dibattito su di essi, e a elaborare di concerto con gli Stati membri – quale ponderata risposta ai fallimenti societari verificatisi nel recente passato <sup>(207)</sup> – un *Action Plan* in materia di diritto societario e di *corporate governance*, inteso a modernizzare il quadro normativo comunitario <sup>(208)</sup>.

\* \* \*

Scaduto il termine per presentare commenti e risposte alla pubblica consultazione, il giorno 4 novembre 2002 l'High Level Group of Company Law Experts, nella persona del prof. Jaap Winter, presentava alla Commissione la propria relazione finale *Un quadro normativo moderno per il diritto delle società in Europa* <sup>(209)</sup>; in allegato alla stessa, nell'*Annex 3*, venivano pubblicati gli esiti della pubblica consultazione <sup>(210)</sup>.

Riguardo alle tematiche concernenti il governo societario <sup>(211)</sup>, il testo della relazione finale era ancora più netto nel sottolineare come gli azionisti, trattandosi in definitiva dei soggetti che affrontano il rischio d'impresa, e quindi i più interessati alla sua *performance*, siano i soggetti ideali per esercitare il controllo (sull'amministrazione), *specialmente* nelle società quotate, ove però – si

<sup>(207)</sup> Assolutamente non condivisibile appare dunque il pensiero di BUSANI A. – *Più partecipazione all'assemblea delle società*, commento al D.Lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 – Attuazione della Direttiva 2007/36/CE, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate, in *Le società*, 2010, p. 401, secondo cui la riforma non nascerebbe da una crisi o da uno scandalo. *Contra*, cfr. *inter alia* la n. 285.

<sup>(208)</sup> Il Consiglio dichiarava peraltro di voler trattare il piano d'azione come una questione d'importanza primaria: cfr. il documento 2451<sup>a</sup> Sessione del Consiglio Competitività (Mercato interno, industria e ricerca), Bruxelles, 30 settembre 2002, nr. C/02/283 12293/02 (Pres/02/283), disponibile alla pagina [http://europa.eu/rapid/press-release\\_PRES-02-283\\_it.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_PRES-02-283_it.htm), pp. XI e XII.

<sup>(209)</sup> THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Brussels, 4 November 2002, disponibile all'indirizzo [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf); la relativa Press Release è disponibile alla seguente pagina Internet: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/presscomm-group\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/presscomm-group_en.pdf).

<sup>(210)</sup> Cfr. l'*Annex 3 – Summary of comments submitted to the High Level Group of Company Law Experts in response to its consultation document*, in particolare p. 144 ss. I dati statistici ivi contenuti devono però essere presi in considerazione con la dovuta moderazione, in quanto basati su di un campione piuttosto esiguo – generalmente poche decine di soggetti – di *respondents* alla pubblica consultazione.

<sup>(211)</sup> Il *Report* non è incentrato sulla sola riforma della *governance*. Coerentemente con le premesse (cfr. la Press Release *Company law: Commission creates High Level Group of Experts*, *cit.*, e *supra*, n. 178, ove venivano definite le “aree di lavoro” del Gruppo), gli altri campi d'intervento individuati dall'High Level Group al fine di modernizzare il diritto societario comunitario sono i seguenti: regole su formazione e mantenimento del capitale sociale; gruppi e c.d. piramidi societarie; mobilità transfrontaliera; ristrutturazioni e fusioni; creazione di nuovi tipi societari europei; cooperative e armonizzazione delle regole in tema d'impresa.

legge nel *Report* – un atteggiamento apatico da parte della minoranza rischia di condurre a ripercussioni particolarmente pesanti <sup>(212)</sup>. Il fenomeno dell'apatia razionale, precisa la relazione, riguarda gli investitori privati come quelli istituzionali e assume connotati particolarmente eclatanti nell'ambito dei gruppi d'impresa, dove le problematiche di natura informativa si acquisiscono e le possibilità dei soci – sia della capogruppo sia, a maggior ragione, delle società controllate – di effettuare un adeguato monitoraggio complessivo dell'attività d'impresa sono esigue <sup>(213)</sup>.

L'High Level Group of Company Law Experts ha maturato la convinzione che il livello di "influenza" (da intendersi come partecipazione ed esercizio del controllo) degli azionisti nelle società quotate sia inversamente proporzionale ai costi da fronteggiare <sup>(214)</sup>: per rendere maggiormente attrattivo per i soci l'attivismo – e, per converso, meno razionale una loro condotta "apatica" – sarà dunque necessario provvedere alla riduzione di detti costi partecipativi <sup>(215)</sup>.

---

<sup>(212)</sup> «Being the residual claimholders, shareholders are ideally placed to act as a watchdog. This is particularly important in listed companies, where minority's apathy may have harmful effects.»: così THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit., p. 7. Sull'azionista quale *residual claimholder*, cfr. anche BRINK A. – *Corporate governance and Business Ethics*, Dordrecht-Heidelberg-London-New York, Springer, 2011, p. 248: «Shareholders only differ from other constituencies of the firm in that they are residual risk-bearers and therefore residual claimholders.» La precisazione secondo cui nelle società quotate è la condotta apatica *della minoranza* (e non dei soci tutti) a poter cagionare effetti negativi tradisce probabilmente un'impostazione che rispecchia il *background* europeo-continentale della maggior parte dei membri del Gruppo, presupponendo la contrapposizione tra maggioranza e amministratori che ne sono espressione da un lato, e minoranza – che dovrebbe nella prospettiva auspicata dal legislatore fungere da controllore – dall'altro; non invece un'antitesi tra azionisti e *management*, antinomia propria della realtà angloamericana, ove non è sempre agevole individuare un gruppo di azionisti di controllo, e anche per i maggiori azionisti si profilano sia la necessità della loro tutela, sia i rischi connessi alla loro mancanza di dinamismo e partecipazione.

<sup>(213)</sup> Così THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit., p. 57: «Even if participating in shareholders meetings and voting are facilitated, many shareholders will refrain from doing so, often with good reason. This well-known phenomenon of "rational apathy" is not only common for private shareholders, but also for many institutional shareholders. In companies with one or more controlling shareholders, minority shareholders usually have no real influence, even if they vote. In groups of companies and particularly in multinational groups, the minority shareholders of the subsidiary, and even those of the parent, may just not know where the real problems are. In such cases, what is needed for shareholders is to first find out the facts (e.g. about related party transactions) and then to consider the appropriate course of action [...]».

<sup>(214)</sup> Cfr. THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit., p. 7: «Shareholders' influence will highly depend on the costs and difficulties faced». Il concetto veniva sviluppato più compiutamente a p. 47 ss (cfr. la n. successiva).

<sup>(215)</sup> Così THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit., p. 47: «In a proper system of corporate governance, shareholders should have effective means to actively exercise influence over the company. [...] Shareholders focus on wealth creation and are therefore, in the Group's view, very suited to act as "watchdog" not only on their own behalf, but also, in normal circumstances, on behalf of other stakeholders. [...] From the viewpoint of a single shareholder, it may frequently seem appropriate to sell his shares if he is dissatisfied with – or lacks confidence in – incumbent management, rather than try to change things within the company. However, this "rational apathy" may prove very disadvantageous if adopted as a general attitude among shareholders. Reliance on shareholders performing this role presupposes that it is, indeed, possible for shareholders to influence the decisions of the company and, in addition, appears attractive for them to do so. This, in

Il *Report* identifica nelle moderne tecnologie il mezzo ideale per operare detta riduzione, rivitalizzare l'assemblea e incidere sul cronico assenteismo che la caratterizza, specialmente nelle compagini emittenti azioni quotate nei mercati regolamentati, incoraggiando dunque la sperimentazione su quest'ultima *species* del *genus* società, di soluzioni che possano poi essere adottate anche nelle società non quotate <sup>(216)</sup>.

Più precisamente, le misure indicate dal Gruppo mirano ad incidere su quelli che possono essere definiti “costi informativi”, ovvero quei costi legati al reperimento dell'informazione che potrà consentire una partecipazione assembleare e un voto informati, nonché sui “costi logistici”, cioè i costi determinati dalle difficoltà di partecipare fisicamente, in prima persona, alle riunioni assembleari <sup>(217)</sup>.

---

turn, depends on the costs and difficulties attached to exercising influence. The more costly and cumbersome it is to exercise influence, the more shareholders are likely to elect not to do so.».

<sup>(216)</sup> THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit., p. 7: «Shareholders' influence was traditionally exercised through the general meeting, which is no longer physically attended by many. Modern technology can be very helpful here, if it is introduced in a balanced way. In order to facilitate the move towards an integrated European capital market, equivalent facilities should be offered across the EU. Facilities developed for shareholders in listed companies are likely to benefit to other companies too.». La problematica dell'assenteismo assembleare e dell'anacronismo del modello “tradizionale” di assemblea basato sulla presenza fisica dei soci – specie alla luce della sempre maggiore diffusione del possesso dei titoli azionari da parte di investitori stranieri – viene nuovamente sottolineata a p. 48: «The traditional means to exercise this influence is through the shareholders meeting, where shareholders can debate with management and each other, and vote on resolutions put forward to them. In the Group's view, the traditional shareholders meeting as a physical gathering of shareholders is unable in its present form to fulfil today's expectations. As a result of increasingly international shareholdings by both institutional and private investors, the vast majority of shareholders is unable to physically attend the shareholders meetings of their companies. The actual meeting can no longer offer a sufficient central forum for shareholder information, communication and decision-taking.». Quanto all'opportunità di rinunciare all'assemblea condotta secondo le modalità tradizionali, a favore di “assemblee” celebrate a distanza – ipotesi sulla quale era stata sollecitata l'opinione dei *respondents*, che avevano espresso pareri disomogenei – il Gruppo riteneva che i tempi non fossero ancora maturi perché l'Unione Europea adottasse una scelta così radicale, e che un'eventuale opzione in tal senso potesse eventualmente essere formulata a livello nazionale: cfr. *Id.*, p. 53 «The development of technological means through which shareholders can communicate with management and each other and can take decisions without actually meeting, and the facilitating of these developments in law, inevitably lead to the question whether a physical meeting of shareholders still plays any useful role. If it is felt that the physical meeting of shareholders is no longer essential, it would seem sensible to allow companies who offer a comprehensive electronic process of information of, communication with and decision-making by shareholders to abandon the physical general meeting altogether. The responses in the consultation were mixed. The Group finds that the answer to this question depends not only on the technical possibilities but also on the various features of Member States' company laws, including the basic shareholder rights, such as the right to face management and ask questions (and demand answers) at the general meeting of shareholders, as well as with respect to protection of minority rights. Therefore, it should be left to Member States to deal with this question, at least for the time being. The decision to abandon the traditional type of general meeting should in any event be taken by - or with the consent of - the general meeting of shareholders with an appropriately strong qualified majority.».

<sup>(217)</sup> Una simile – simile e non identica, come verrà precisato *infra*, par. 2.2.1 – dicotomia era stata esplicitamente individuata anche da WEIL, GOTSHAL & MANGES LLP – *Comparative Study Of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union And Its Member States*, cit., p. 7, ove venivano distinte le “*information barriers*”, ovvero «*barriers to shareholders' (and potential investors') ability to evaluate the governance of corporations*», dalle “*participation barriers*”, cioè «*legal and regulatory barriers to shareholder engagement in cross-border voting* ».

### b.1) Riduzione dei costi “informativi”

Tra le proposte finalizzate a rendere meno costosa per gli azionisti l’assunzione delle informazioni necessarie per una partecipazione informata, l’High Level Group propugnava l’imposizione di una più significativa *disclosure* alle società e ai loro amministratori: solo in compagini che adottano *standards* elevati di trasparenza e forniscono ai propri azionisti la possibilità di accedere agevolmente a tutta la documentazione assembleare, questi potranno raggiungere un livello di consapevolezza tale da consentir loro di formulare un libero giudizio sulle proposte di delibera, o assumere iniziative con contezza, in altre parole, per essere soggetti razionalmente dinamici <sup>(218)</sup>. Una maggior trasparenza da parte della società costituiva peraltro un’esigenza avvertita anche dagli operatori, che consideravano un elevato livello di *disclosure* come l’indispensabile presupposto per trasmettere fiducia ai soci, nonché un metro di valutazione essenziale per le scelte d’investimento <sup>(219)</sup>.

A tal fine, il *Report* proponeva in primo luogo l’introduzione dell’obbligo, in capo alle società quotate, di pubblicare annualmente una dichiarazione che attestasse le regole di *corporate governance* concretamente adottate <sup>(220)</sup>, nonché di istituire nel proprio sito Internet un’apposita sezione dedicata alla pubblicazione del materiale rilevante per i soci, oltre alle istruzioni sulle modalità d’esercizio del voto per delega o sul conferimento on-line di indicazioni di voto, e alla relativa modulistica <sup>(221)</sup>. Questa soluzione permetterebbe di accedere anche a distanza

---

<sup>(218)</sup> La dilatazione degli obblighi di trasparenza corrisponde peraltro ad una precisa scelta politica, come si evince chiaramente da THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit., p. 34: «Disclosure requirements can sometimes provide a more efficient regulatory tool than substantive regulation through more or less detailed rules. Such disclosure creates a lighter regulatory environment and allows for greater flexibility and adaptability.».

<sup>(219)</sup> Cfr. l’*Annex 3*, cit., sub par. 1.2, p. 144, ove peraltro veniva segnalato come la maggioranza del 60% degli aderenti alla consultazione (a fronte di un 14% di contrari) avesse confermato, per l’innalzamento degli *standards* di governo societario, la necessità di un maggior grado di trasparenza relativamente all’organizzazione societaria e alle pratiche adottate in tema di *governance*.

<sup>(220)</sup> Cfr. THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit., Recommendation III.1 – *Annual Corporate Governance Statement*, p. 10. A p. 45 veniva meglio precisato che «Listed companies in all Member States should be required to include in their annual report and accounts a coherent and descriptive statement covering the key elements of the corporate governance rules and practices they apply, regardless of whether these elements arise from mandatory law, default provisions, articles of association, resolutions of company organs, codes or other company processes. The statement should also be separately posted on the company’s website.» Anche a parere del 64% dei *respondents* alla consultazione la *disclosure* avrebbe dovuto ricomprendere l’indicazione del(l’eventuale) codice di governo societario cui la società dichiarava di conformarsi, secondo il meccanismo del *comply or explain*: cfr. l’*Annex 3*, cit., sub par. 1.2, p. 144.

<sup>(221)</sup> THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit., Recommendation III.2 – *Notice and pre-meeting communication – Use of websites*, p. 10, così prevedeva: «Listed companies should be required to maintain a specific section on their website where they publish all information relevant for their shareholders, as recommended in Chapter II. This section should include all relevant

all'informazione societaria – informazione peraltro efficientemente organizzata nella medesima sezione del sito Internet – così riducendo tempi e costi di consultazione, contribuendo soprattutto a ridurre il *gap* tra investitori nazionali e investitori che risiedono in altri Paesi.

In secondo luogo, il Gruppo prevedeva che le stesse società dovessero offrire ai propri azionisti, indicandone nella dichiarazione annuale le concrete modalità e i limiti, la possibilità di instaurare una dialettica biunivoca che consentisse loro di comunicare con la società <sup>(222)</sup>, in particolare formulando domande – a cui quest'ultima, nella persona degli amministratori, avrebbe dovuto poi dare risposta – e sottoponendo proposte in sede assembleare <sup>(223)</sup>, così che, attribuendo anche ai soci che non detengono il controllo la *chance* di influire sulla fissazione dell'ordine del giorno, la partecipazione delle minoranze all'adunanza non fosse irrimediabilmente passiva, come lo era stata fino a quel momento.

In proposito, la consultazione aveva evidenziato come le misure proposte per favorire la comunicazione tra società e soci non fossero percepite come necessarie dalla maggioranza di quanti avevano esposto il proprio parere rispetto ad essa <sup>(224)</sup>; del pari, erano state manifestate perplessità quanto alla possibilità che l'Unione Europea fissasse con norme imperative i requisiti minimi per disciplinare il diritto di porre domande e formulare proposte <sup>(225)</sup>: il *Report* faceva proprie queste

---

materials relating to shareholders meetings, and should offer facilities for giving proxies or voting instructions on-line or for downloading and electronic transmission of proxy or instruction forms. Member States should however be able to require listed companies to provide hard copies of meeting materials and voting forms to shareholders who specifically request them.». La formula “all information relevant” non viene ulteriormente (e scientemente) specificata. Il rinvio al Chapter II permette di chiarire solo che il sito Internet non deve contenere esclusivamente il materiale informativo relativo all'oggetto della successiva adunanza assembleare, ma anche (*Id.*, p. 38) «all legal and other information it is required to file and disclose, and to continuously update this information».

<sup>(222)</sup> «Information and communication are key issues for shareholders of any company. The legal requirements or restrictions with respect to the right to ask questions and submit proposals for decision-making often prevent small shareholders from being active.»: così THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit., p. 51.

<sup>(223)</sup> Sarebbero dovuti essere gli Stati membri a fissare le soglie per l'esercizio di tali diritti: cfr. THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit., Recommendation III.3 – *Notice and pre-meeting communication – Rights to ask questions and to submit proposals for resolution*, p. 10.

<sup>(224)</sup> In particolare, ai sensi dell'*Annex 3*, cit., sub par. 2.1, p. 146, circa il 70% di coloro che avevano risposto alla Question 12 a) – Should listed companies be required to establish on their websites devices (bulletin boards, chat rooms or similar devices) that allow for electronic communication between shareholders and the company and among shareholders prior to general meetings, including with respect to notices of general meetings, submissions of proposals and questions and solicitations of proxies? – ritenevano non sussistesse la necessità di prevedere che le società si munissero di strumenti elettronici per favorire la comunicazione tra soci e società e tra gli azionisti stessi, propendendo per l'adozione di simili mezzi esclusivamente su base volontaria.

<sup>(225)</sup> L'*Annex 3*, cit., sub par. 2.1, p. 146, riporta come solo il 38% dei *respondents* ritenesse opportuno fissare degli *standards* minimi relativamente al diritto degli azionisti di formulare domande e sottoporre proposte all'assemblea; tra

indicazioni e sconsigliava l’emanazione di una regolamentazione di dettaglio a livello comunitario<sup>(226)</sup>. Problematico risultava infatti dettare una disciplina che assicurasse l’esercizio di questi diritti, ma al contempo consentisse alle società di adottare gli accorgimenti che permettessero la gestibilità del procedimento, e prevenire altresì eventuali condotte ostruzionistiche<sup>(227)</sup>: proprio per queste ragioni appariva preferibile un approccio flessibile, e che dunque il temperamento delle opposte esigenze venisse assicurato dai singoli Stati, per disciplinare a livello comunitario il solo requisito dell’indicazione delle condizioni di esercizio di detti diritti nella dichiarazione annuale sulla *governance*<sup>(228)</sup>.

Ancora, tra i costi informativi può essere inquadrata anche la problematica concernente gli investitori istituzionali: nel periodo antecedente la redazione del *Report* questi ultimi stavano iniziando a detenere anche in Europa pacchetti azionari di significativa consistenza. Considerato che per i beneficiari – gli investitori “ultimi” – appariva spesso problematico conoscere della condotta degli investitori istituzionali e delle scelte da loro operate, una riflessione sul ruolo di questi ultimi, in particolare sulle regole di governo da essi adottate e sulle correlative responsabilità, si profilava come un’esigenza sempre più pressante: gli investitori istituzionali infatti, essendo

---

il 48% dei contrari, la maggior parte reputava che la problematica andasse eventualmente disciplinata a livello nazionale.

<sup>(226)</sup> Cfr. THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit., p. 51, secondo cui «[...] in general the Group would tend to agree that, at least for the time being, the case is not made out for substantive mandatory provisions at EU level.».

<sup>(227)</sup> «[...] use of modern technology may lead to practical problems if shareholders can raise questions (and require answers) and submit proposals without restriction, among other things via the company's website. The company could virtually be flooded with questions and proposals, which would make the whole process unworkable. A balance has to be struck between these rights of shareholders and the ability of the company to manage this aspect of communication with shareholders without undue burdens.»: così THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit., p. 51. Relativamente al diritto di modificare l’ordine del giorno, il Gruppo proponeva (*Id.*, p. 52) che esso venisse accordato ai soci di minoranza che non potessero beneficiare dello *squeeze-out*, ovvero in tutte le fattispecie in cui non fosse possibile obbligare il socio di maggioranza all’acquisto delle azioni della minoranza; quanto invece al diritto di porre domande, ai sensi dell’*Annex 3*, cit., sub par. 2.1, p. 146, tra le soluzioni emerse *prima facie* era stata suggerita la previsione di un numero massimo di domande per azionista, o la riduzione dell’ambito dei soggetti abilitati a porre domande e inviare proposte richiedendo la detenzione di un’aliquota qualificata del capitale sociale.

<sup>(228)</sup> Cfr. THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit., p. 7: «The rights to ask questions and table resolutions are often difficult to exercise, but responses to the consultation did not call for mandatory provisions at EU level in this area. In practice, the exercise of these important rights may be facilitated by modern technology, but companies should be able to take measures to keep the whole process manageable. The necessary flexibility for companies should be provided for at national level, but annual disclosure of how these rights can be exercised should be required at EU level.» Cfr. anche *Id.*, p. 51: « Each Member State should consider whether its company law leaves adequate flexibility for companies to put in place measures against unintended exercise of shareholder influence. At this point, we would only recommend that at EU level it is ensured that listed companies explicitly disclose to their shareholders how they can ask questions, how and to what extent the company intends to answer questions, and how and under what conditions they can submit proposals to the shareholders meeting. This should be an element of their mandatory annual corporate governance statement».

gestori di partecipazioni altrui, e avendo, perlomeno in potenza, un ruolo di rilievo – invero dato erroneamente per scontato dal Gruppo <sup>(229)</sup> – idoneo a porli in una posizione privilegiata nei confronti delle società in cui investono <sup>(230)</sup>, possono trovarsi in una posizione di conflitto d'interessi <sup>(231)</sup>. Per questa ragione, l'High Level Group raccomandava che venisse imposta loro la trasparenza relativamente alle proprie politiche di investimento e di voto, e dovesse altresì spettare ai beneficiari la facoltà di verificare, *ex post*, come i diritti di voto connessi alle proprie azioni fossero stati concretamente esercitati <sup>(232)</sup>: questa incrementata trasparenza avrebbe giovato sia alle compagini societarie, che sarebbero state allora preventivamente scrutinate con più attenzione dagli investitori, sia agli investitori istituzionali stessi, la cui *governance* avrebbe così potuto essere resa più efficiente, e le cui scelte sarebbero dovute necessariamente divenire maggiormente ponderate <sup>(233)</sup>. Veniva dunque confermata dal Gruppo l'opzione di imporre una maggior *disclosure* agli

---

<sup>(229)</sup> «Where traditionally, in companies with dispersed ownership, shareholders can produce little countervailing power against management, the rise of institutional investment may have changed this. The substantial holdings of institutional investors make the exit strategy (selling on the market) less attractive to them and they are increasingly inclined actively to engage in internal control within the company.»: così THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit., p. 56.

<sup>(230)</sup> Come già sottolineato *supra*, par. 1.1.2., gli investitori istituzionali, in quanto detentori di aliquote significative del capitale sociale delle compagini in cui investono, sono astrattamente idonei a esercitare il controllo di dette società, o perlomeno a influire su di esso: non può dunque escludersi la possibilità che si rendano protagonisti di episodi di collusione con il *management*, a loro vantaggio e, per converso, a danno dei beneficiari.

<sup>(231)</sup> Cfr. THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit., p. 56: «There are concerns about the potential for conflicts of interests of those who manage the investments on behalf beneficiaries, both in terms of their relationships with the companies they invest in and in terms of their internal reward schemes. This potential for conflicts of interests justifies, as a matter of good governance of institutional investors, their beneficiaries being entitled to know what their policies are with respect to investment and the exercise of rights attached to their investments.».

<sup>(232)</sup> THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit., Recommendation III.7 – *Responsibilities of institutional investors*, p. 11. La n. 17, p. 57, sottolineava peraltro come anche l'autorità amministrativa statunitense preposta al controllo del mercato borsistico nazionale avesse presentato delle proposte di legge che andavano nella stessa direzione della *disclosure* sulle *policies* adottate dagli investitori istituzionali (venivano esplicitamente richiamate la *Proposed Rule on Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies* <http://www.sec.gov/rules/proposed/33-8131.htm>, ora SEC – *Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies*, Final Rule, Release Nos. 33-8188, 34-47304, IC-25922, Jan. 31, 2003: <http://www.sec.gov/rules/final/33-8188.htm>, nonché la *Proposed Rule on Proxy Voting by Investment Advisers* <http://www.sec.gov/rules/proposed/ia-2059.htm>, ora SEC – *Proxy Voting by Investment Advisers*, Final Rule, Release No. IA-2106, Mar. 10, 2003: <http://www.sec.gov/rules/final/ia-2106.htm>).

<sup>(233)</sup> Cfr. THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit., p. 57: «We believe that such a requirement would not only improve the governance of institutional investors, but would also contribute to a considered participation by institutional investors in the affairs of the companies in which they invest for the benefit of corporate governance and company efficiency.».

investitori istituzionali, già suggerita nel documento di consultazione, e invero accolta con perplessità e sfavore dai *respondents* <sup>(234)</sup>.

La tematica della “formalizzazione” del ruolo degli investitori istituzionali e dei relativi doveri fiduciari e limiti presenta svariate problematiche <sup>(235)</sup>, tra cui quella della configurabilità o meno di un *obbligo* di voto per le azioni detenute: correttamente l’High Level Group, paventando l’ingenerarsi di una “*box-ticking compliance culture*”, si risolveva per l’inopportunità, condivisa peraltro dagli aderenti alla consultazione <sup>(236)</sup>, della previsione di un simile obbligo.

Il *Report* scartava infine la possibilità di pervenire, perlomeno in tempi brevi, alla redazione di un codice unitario del governo societario, limitandosi a richiedere che le società quotate indicassero un codice nazionale di *corporate governance* alle cui regole dichiaravano di conformarsi, oppure, nel caso in cui avessero deciso di non darvi piena applicazione, motivassero le

---

<sup>(234)</sup> Ai sensi di THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit., Annex 3, sub par. 2.3, p. 147, il 66% degli aderenti alla consultazione, per ragioni connesse alla riservatezza degli investitori, all’uguaglianza tra soci e all’aumento dei costi che ne sarebbe conseguito, non riteneva opportuno infatti prevedere in capo agli investitori istituzionali – o ai soci che detengono percentuali qualificate del capitale sociale – un dovere di render note le proprie politiche relative agli investimenti e alle modalità di esercizio dei diritti di voto attribuiti alle azioni da essi gestite. Il *Report*, p. 8, così chiosava: «Institutional shareholders have large shareholdings with voting rights, and tend to use them more frequently than before. Responses to the consultation were mixed about a possible formalisation of the institutional investors’ role. The Group believes that good governance of institutional investors requires disclosure to their beneficiaries of their investment and voting policies, and a right of their beneficiaries to the voting records showing how voting rights have been exercised in a particular case.».

<sup>(235)</sup> Cfr., anche per riferimenti a soluzioni adottate in altri Paesi, *infra*, par. 2.2.3.

<sup>(236)</sup> «We also raised the question whether institutional investors should even be required to use their voting rights in the companies in which they invest, as some institutional investors in the United States of America are required to do. The majority of the responses was negative and the Group agrees that such an obligation should not be imposed. We are doubtful as to the effect of such an obligation and fear that it may have counter-productive effects of institutional investors simply voting in favour of any proposed resolution to fulfil the requirement. We would not expect any additional value from the imposition of such mandatory voting once the requirement is imposed for institutional investors to disclose their voting policies and their actual use of their voting rights at the request of their beneficiaries.»: così THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit., p. 57 (e cfr. anche p. 8: «Responses to the consultation did not support an obligation to vote, and the Group agrees that there are no convincing reasons for imposing such an obligation.»). La maggioranza del 92% degli aderenti alla consultazione reputava infatti che gli investitori istituzionali non dovessero essere obbligati ad esercitare il diritto di voto per le azioni detenute, perché, come precisato da alcuni – cfr. l’Annex 3, sub par. 2.3, p. 147 – «an obligation to vote would distort the voting process, unconsidered votes can be swamped by ‘required’ votes, that it would create a ‘box-ticking compliance culture’, it would lead to an unwanted dominance of institutional investors and to under-informed decision-making. The mere fact that they have fiduciary duties is not sufficient to oblige them to vote.»). Cfr. in questo senso anche MALLIN C.A. – *Corporate Governance*, third edition, Oxford, Oxford University Press, 2010, p. 120.

ragioni per cui avevano ritenuto di doversene discostare, secondo il meccanismo del *comply-or-explain* <sup>(237)</sup>.

## b.2) Riduzione dei costi “logistici”

Nella visione propugnata dal *Report* la riduzione dei costi logistici avrebbe dovuto essere attuata consentendo la partecipazione a distanza, in particolare tramite il mezzo elettronico <sup>(238)</sup>, e semplificando i meccanismi di voto *in absentia*, a prescindere dal fatto che questo fosse espresso direttamente dal titolare o indirettamente, a mezzo delega <sup>(239)</sup>.

Veniva anche qui ulteriormente confermato come le nuove tecnologie rivestissero un ruolo di primo piano nel quadro della riforma promossa dal Gruppo, rappresentando un’ulteriore, preziosa opportunità per favorire la partecipazione degli azionisti; secondo il *Report* le società avrebbero però potuto autonomamente decidere, su base esclusivamente volontaria, se ricorrervi o meno <sup>(240)</sup>: l’High Level Group precisava infatti, concordemente con l’opinione maggioritaria di quanti avevano aderito alla consultazione <sup>(241)</sup>, come i tempi non fossero ancora maturi per rendere questa opzione obbligatoria con un provvedimento adottato a livello comunitario <sup>(242)</sup>, e soppiantare quindi la celebrazione dell’assemblea secondo le modalità tradizionali <sup>(243)</sup>.

---

<sup>(237)</sup> Cfr. in questo senso THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit., p. 47, nonché la coeva Press Release, cit., p. 2.

<sup>(238)</sup> Cfr. THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit., Recommendation III.5 – *General meetings – Participation via electronic means*, p. 10.

<sup>(239)</sup> Cfr. THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit., Recommendation III.4 – *Voting in absentia – Electronic Facilities*, p. 10.

<sup>(240)</sup> «The Group believes modern information and communication technology can be very instrumental in devising new concepts and methods for shareholder information, communication and decisiontaking, and its potential should be fully explored and used. Many respondents to our Consultative Document stressed that, at the current stage of development and availability of new technologies, the use of modern technology should not be imposed but should merely be facilitated. We agree that an appropriate balance must be struck.»: così THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit., p. 48.

<sup>(241)</sup> Ben l’85% dei *respondents* si trovava d’accordo nel consentire tale modalità di partecipazione: la maggior parte di coloro che aveva espresso un’opinione contraria fondava peraltro la propria obiezione esclusivamente sulla considerazione che non vi fossero ancora i presupposti tecnologici per la realizzazione di tali tipi di interazione, e non su preclusioni di ordine concettuale; nessuno degli aderenti alla consultazione riteneva invece che fosse opportuno imporre la celebrazione delle adunanze esclusivamente tramite il mezzo elettronico: cfr. l’*Annex 3*, cit., sub par. 2.2, p. 147.

<sup>(242)</sup> Più precisamente, la scelta di abbandonare la modalità di celebrazione tradizionale dell’assemblea avrebbe dovuto costituire l’esito di una duplice opzione, statale prima e della specifica società, a maggioranza qualificata, poi: «The Group finds that the answer to this question depends not only on the technical possibilities but also on the various features of Member States’ company laws, including the basic shareholder rights, such as the right to face management

Sempre relativamente alla partecipazione a distanza, una problematica particolarmente delicata, che richiedeva autonome considerazioni e che il Gruppo stesso reputava prioritaria, era rappresentata dalla disciplina del c.d. voto transfrontaliero <sup>(244)</sup>, ovvero dalla predisposizione degli accorgimenti atti a consentire la partecipazione e il voto anche agli azionisti che risiedono in un Paese differente (comunitario e non) rispetto a quello in cui ha sede la società <sup>(245)</sup>; problematica ulteriormente acuita nei casi, tutt'altro che infrequenti, in cui le azioni siano detenute attraverso "catene" di intermediari <sup>(246)</sup>, fattore questo che concorre a determinare una condotta particolarmente apatica in capo al beneficiario straniero <sup>(247)</sup>. Sul punto, l'High Level Group richiamava le raccomandazioni contenute nel *Report* del c.d. Cross-Border Voting Group <sup>(248)</sup>,

---

and ask questions (and demand answers) at the general meeting of shareholders, as well as with respect to protection of minority rights. Therefore, it should be left to Member States to deal with this question, at least for the time being. The decision to abandon the traditional type of general meeting should in any event be taken by - or with the consent of - the general meeting of shareholders with an appropriately strong qualified majority.»: THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit., p. 53.

<sup>(243)</sup> «Some companies offer participation to general meeting via electronic means, which increase shareholders' influence in an efficient way. Use of electronic means in meetings should be possible for companies, but not yet mandatory.»: THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit., p. 8.

<sup>(244)</sup> Cfr. THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit., Recommendation III.6 – *Cross-border voting*, p. 11.

<sup>(245)</sup> «In order to facilitate the move towards an integrated European capital market, it is important that shareholders across the EU have equivalent opportunities and facilities to participate in the information, communication and decision-making processes of shareholders.»: così THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit., p. 48.

<sup>(246)</sup> «These cross-border chains cause particular problems in the determination of the entitlement of shareholders to exercise the voting rights on shares held through the chains, and the process of communicating with - and actual voting by - such shareholders.»: THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit., p. 53. La sicura determinazione del soggetto legittimato a esprimere il proprio voto nelle fattispecie di detenzione transfrontaliera di titoli azionari era d'importanza primaria nella visione del Gruppo, costituendo il presupposto per l'apertura del sistema al voto *in absentia* e alle deleghe di voto, specie tramite il mezzo elettronico: «The Group believes that listed companies should be required to offer all shareholders (or the intermediaries designated by them) facilities to vote in absentia - by way of direct vote or proxies - by electronic means, and through hard copy voting instruction or proxy forms at their request. However, the Group recommends that such an obligation should only be imposed on listed companies to the extent that solutions have been found and implemented for the problems of cross-border holding of securities (see Section 3.2). It would be inappropriate and would lead to an undesirable level of legal uncertainty to require companies to offer these facilities if they do not have the means to determine who are the shareholders entitled to vote.» (*Id.*, p. 52).

<sup>(247)</sup> «[...] it is often either very difficult and cumbersome or practically impossible for shareholders in one Member State or outside the EU, to vote on shares in a listed company in another/a Member State.»: così THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit., p. 54.

<sup>(248)</sup> Nel gennaio 2002 il Ministero della Giustizia neerlandese aveva istituito l'Expert Group on Cross-Border Voting in Europe, il cui *Report* EXPERT GROUP ON CROSS-BORDER VOTING IN EUROPE – *Cross-border voting in Europe – final report*, settembre 2002, Den Haag, WODC, è disponibile per il download al seguente indirizzo <http://english.wodc.nl/onderzoeksdatabase/grensoverschrijdend-stemmen-in-de-algemene-vergadering-van-aandeelhouders.aspx>.

facendone propri i rilievi e le proposte <sup>(249)</sup>, *in primis* quella di disciplinare la materia a livello comunitario, tramite il mezzo della Direttiva.

L'esigenza di semplificare il meccanismo delle deleghe di voto era avvertita dalla maggioranza degli aderenti alla consultazione, molti dei quali reputavano però che la relativa regolamentazione dovesse essere dettata a livello nazionale <sup>(250)</sup>; una larga maggioranza riteneva inoltre che si dovesse prevedere in capo alle società quotate il dovere di fornire strumenti e facilitazioni per la raccolta delle deleghe di voto <sup>(251)</sup>.

Il Gruppo mostrava la propria convinzione che un rinnovato meccanismo di *proxy voting*, specie se in combinato con l'utilizzo delle nuove tecnologie, potesse condurre a una riduzione dei costi rispetto al tradizionale invio postale delle deleghe <sup>(252)</sup>; era inoltre sostanzialmente concorde coi *respondents* nel volerne demandare la regolamentazione ai parlamenti nazionali; paventava però al contempo il rischio che la facilitazione del *proxy voting*, su cui si erano espressi positivamente i *respondents*, potesse legittimare abusi nel ricorso alle raccolte di deleghe, sia da parte del *management* che dei soci – abusi che avrebbero rischiato di condurre a un sensibile innalzamento dei costi <sup>(253)</sup>.

L'High Level Group rilevava infine come gli incentivi alla partecipazione e al voto di cui il *Report* proponeva l'introduzione non fossero di per sé sufficienti a incidere sulla condotta razionalmente apatica degli azionisti e necessitassero di essere integrati con l'attribuzione in capo all'assemblea o a minoranze assembleari qualificate dell'ulteriore diritto di richiedere a un soggetto

---

<sup>(249)</sup> Cfr. THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit., pp. 54-55, per l'enunciazione della Primary e della Supplementary rule. L'uniformità di vedute tra i due Gruppi era largamente prevedibile, stante la parziale identità dei membri: due esponenti dell'HLGCLE – il Presidente, prof. Jaap Winter e il prof. Jan Schans Christensen – facevano infatti contemporaneamente parte anche del Cross-Border Voting Group.

<sup>(250)</sup> Ai sensi dell'*Annex 3*, cit., sub par. 2.2, p. 146, il 73% di coloro che avevano risposto alla consultazione riteneva che le società quotate dovessero essere incentivate – e non necessariamente obbligate – a fornire strumenti volti a facilitare, anche tramite il mezzo elettronico, il conferimento delle deleghe di voto.

<sup>(251)</sup> Secondo l'*Annex 3*, cit., sub par. 2.2, p. 146 si tratterebbe dell'87% dei 74 *respondents*.

<sup>(252)</sup> «Proxy and voting instruction forms may be downloaded and submitted by electronic means. Also, the website can include a section where voting instructions or proxies can be lodged. This use of the company's website is efficient both for the company and its shareholders, and the practical evidence is that it leads to a huge reduction in costs as compared to postal mailings of meeting materials and proxy forms.»: THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit., p. 49.

<sup>(253)</sup> «However, caution has to be taken. Abuse of a proxy solicitation system by management and opposing shareholders is not unthinkable. Proxy contests can make the system very costly. Many respondents note that this matter should not be regulated on a European level.»: cfr. l'*Annex 3*, cit., sub par. 2.2, p. 146.

terzo – un organo amministrativo o giudiziario – l’avvio di una *special investigation* volta a fare luce sulla conduzione della società. Il *Report* invero non indicava espressamente quale fosse l’obiettivo cui questa procedura era sottesa, né individuava il perimetro del controllo, ma tra le righe del testo emerge comunque la *ratio* dell’istituto: in primo luogo la *special investigation procedure* mirava a colmare la mancanza d’informazione in capo ai soci, consentendo loro di poter ottenere informazioni cui difficilmente sarebbero riusciti ad avere autonomamente accesso <sup>(254)</sup>; la procedura, fornendo agli azionisti minoritari la prerogativa di invocare l’intervento esterno di un soggetto qualificato, rappresentava al contempo un valido deterrente contro pratiche gestorie scorrette e non ponderate, incidendo così positivamente su quella consapevolezza della maggior parte dei soci di non poter esercitare alcun’influenza sulle sorti della società che veniva considerata una delle ragioni principali della condotta razionalmente apatica (*specie*) delle minoranze <sup>(255)</sup>.

La *special investigation* sarebbe consistita dunque in un “monitoraggio *de relato*” – benché episodico, ad impulso di parte e azionabile solo al ricorrere di determinati presupposti – da parte di un organo dotato degli strumenti commisurati a un’approfondita disamina: si sarebbe perciò rivelata particolarmente utile soprattutto nelle strutture societarie che presentavano assetti particolarmente complessi e scarsamente trasparenti <sup>(256)</sup>, ovvero in tutte quelle fattispecie in cui i singoli azionisti sarebbero stati particolarmente disincentivati dall’intraprendere lunghe e costose indagini per monitorare personalmente l’andamento societario e la *performance* dei soggetti a cui è demandata la gestione, e in cui dunque un elevato “tasso di apaticità” era maggiormente predicabile.

Questo strumento era peraltro già operante in alcuni dei Paesi membri: il *Report* riteneva si dovesse estenderne l’introduzione a livello comunitario tramite una regola generale “abilitante”, che poi demandasse ai singoli Stati membri l’emanazione della disciplina positiva di dettaglio e

---

<sup>(254)</sup> «A special investigation procedure offers an efficient and overall not too costly form of enhanced shareholder information»: così THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit., p. 58.

<sup>(255)</sup> La procedura d’investigazione – non solo l’effettivo controllo, ma evidentemente fin anche la possibilità che i soci vi facessero ricorso – poteva rappresentare un *deterrente* e quindi uno strumento particolarmente significativo nelle mani degli azionisti, atto a rimuovere o perlomeno ridimensionarne la *mancanza d’influenza*: cfr. in questo senso THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit., p. 8: «In many cases, shareholders are inclined not to vote, due to a lack of influence and/or a lack of information. The special investigation procedure offered in several Member States is an important deterrent.».

<sup>(256)</sup> «Such rights are particularly relevant if the company structures are complex and not transparent, as is often the case in groups of companies and in multinational enterprises»: così THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, cit., p. 58; cfr. anche p. 57 (già cit. in n. 213): «In groups of companies and particularly in multinational groups, the minority shareholders of the subsidiary, and even those of the parent, may just not know where the real problems are. In such cases, what is needed for shareholders is to first find out the facts (e.g. about related party transactions) and then to consider the appropriate course of action [...]».

dell'eventuale sistema sanzionatorio per il caso in cui fossero state riscontrate condotte illegittime (257).

\* \* \*

In definitiva, la modalità prescelta dall'High Level Group per giungere all'auspicato miglioramento della struttura giuridica comunitaria in relazione al governo societario – quanto ai rapporti tra gli organi societari e al loro “peso specifico” (258) – era quella della realizzazione di «An integrated legal framework to facilitate efficient shareholder information, communication and decision-making on a cross-border basis, using where possible modern technology, in particular the company's website» (259): un rinnovato equilibrio, che trova certamente nella centralità assunta dal socio l'aspetto più originale ed eclatante.

In questo quadro d'insieme il mezzo elettronico era lo strumento designato per la riduzione dei costi che gli azionisti che intendono partecipare attivamente alle attività sociali debbono affrontare, e più specificamente, sia i costi informativi (tramite il sito Internet della società, che dovrebbe garantire una migliore comunicazione diretta con il socio, nonché a quest'ultimo un più

---

(257) Cfr. THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, cit., Recommendation III.8 – Minority shareholders' special investigation right*, p. 11, nonché in maggior dettaglio, p. 58: la soglia minima per poter dare avvio a tale procedura veniva individuata nella detenzione di partecipazioni al massimo pari al 5-10% del capitale sociale (e comunque non superiori, nelle società soggette alla procedura di *squeeze-out*, a quelle che costituiscono la soglia per lo *squeeze-out* stesso, evidentemente per far sì che anche ai soggetti che grazie alla regola dello *squeeze-out* rischiano di vedersi estromessi dalla società a discrezione della maggioranza, fosse concessa l'opportunità di avvalersi della procedura per verificare eventuali comportamenti censurabili di questa); condizione di procedibilità, a evitarne un utilizzo distorto, sarebbe dovuta essere la sussistenza perlomeno di un fondato sospetto di condotta “impropria”. Una delle ragioni per cui il Gruppo riteneva che la materia andasse disciplinata a livello statale risiede probabilmente nell'estrema varietà delle posizioni degli operatori, emersa in sede di elaborazione dei dati relativi alla pubblica consultazione, e probabile specchio di differenti *backgrounds* nazionali. Benché THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, cit.*, p. 8, abbia sostenuto che «A EU rule on special investigation right was supported by responses to the consultation.», i dati di cui all' *Annex 3, cit., sub par. 1.3*, p. 145, riportavano che «Of the 77 respondents to question 9, 34 (ca. 44%) agree that shareholders' rights and decision-making, including minority protection, should be enhanced by European law, in particular by enabling the general meeting of shareholders, by resolution, or a qualified minority of shareholders to apply to a court or an appropriate administrative body for the ordering of a special investigation.»; i *respondents* favorevoli a che venisse accordato tale ulteriore diritto rappresentavano dunque solo la maggioranza relativa di coloro che avevano risposto alla consultazione, a fronte di ben il 23% di contrari. In una prospettiva *de iure condendo* i suggerimenti emersi erano dei più vari: si rinvia a p. 145 per la loro rassegna.

(258) Si rinvia alla Press Release dell'High Level Group, *cit.*, per un'elencazione sintetica di tutte le altre *key recommendations e priorities* individuate dal Gruppo, tra cui vanno perlomeno segnalati, relativamente agli altri organi, il rafforzamento della figura degli amministratori indipendenti non aventi incarichi esecutivi, la modifica del meccanismo di nomina degli amministratori esecutivi, nonché il rinnovo delle politiche di remunerazione e in tema di conflitto d'interesse (dei membri) dell'organo gestorio.

(259) Così la Press Release dell'High Level Group of Company Law Experts, *cit.*, p. 1.

facile reperimento dell'informazione) come i costi logistici (rendendo possibile la partecipazione e il voto a distanza, senza la necessità della fisica presenza in assemblea).

\* \* \*

La Commissione accoglieva favorevolmente il *Report* e contestualmente anticipava come stesse considerando la possibilità di presentare – come peraltro richiestole dal Consiglio Competitività<sup>(260)</sup> – entro i primi mesi dell'anno successivo, un *Action Plan* destinato a tradurre in concreto i suggerimenti dell'High Level Group<sup>(261)</sup>.

c) L'*Action Plan* della Commissione

Nel marzo 2003 il Consiglio europeo di Bruxelles ribadiva la necessità che la Commissione adottasse entro la fine del 2003 un piano d'azione in materia di diritto societario e *corporate governance*, basato sulle raccomandazioni di cui alla relazione dell'High Level Group of Company Law Experts<sup>(262)</sup>.

Sempre nel corso del mese di marzo 2003, lo stesso Commissario Bolkestein, in sede di presentazione della proposta di Direttiva volta ad accrescere la tutela degli investitori e la trasparenza (la futura Dir. 2004/109/CE, c.d. Direttiva Transparency<sup>(263)</sup>), ribadiva la sussistenza di una relazione tra piena informazione degli investitori in merito agli emittenti e solidità del mercato<sup>(264)</sup>.

---

<sup>(260)</sup> Cfr. la n. 208.

<sup>(261)</sup> Cfr. *Commission welcomes experts' report on company law and corporate governance*, Press Release, Brussels, 4<sup>th</sup> November 2002, ref. IP/02/1600, disponibile al seguente indirizzo Internet: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/02/1600&format=HTML&aged=1&language=EN&guiLanguage=en>.

<sup>(262)</sup> Cfr. Consiglio europeo di Bruxelles, 20-21 marzo 2003, conclusioni della Presidenza, disponibile all'indirizzo [http://db.foromez.it/storicofontinor.nsf/d81804b877cf1665c1256b73004f60fd/84064FDC1914FBEEC1256CF3003E4846/\\$file/Concl\\_pres-21mar.pdf](http://db.foromez.it/storicofontinor.nsf/d81804b877cf1665c1256b73004f60fd/84064FDC1914FBEEC1256CF3003E4846/$file/Concl_pres-21mar.pdf), p. 9, nonché, nella versione riveduta del 5 maggio 2003, alla pagina [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/it/ec/75145.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/it/ec/75145.pdf).

<sup>(263)</sup> *Direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 dicembre 2004, sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che modifica la direttiva 2001/34/CE* (c.d. Direttiva Transparency), pubblicata in GUUE n. L 390/38 del 31 dicembre 2004, disponibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:390:0038:0057:IT:PDF>.

<sup>(264)</sup> «Questa proposta mira a garantire che le decisioni in materia di investimenti siano basate su informazioni solide in merito agli emittenti dei valori mobiliari – informazioni di cui devono poter disporre tutti gli investitori, siano essi grandi o piccoli, esperti o inesperti. Decisioni di investimento prese sulla base di maggiori informazioni daranno luogo

Il 21 maggio 2003 la Commissione rendeva finalmente pubblica l'attesa Comunicazione *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire* <sup>(265)</sup>, conosciuto anche come l'*Action Plan* della Commissione, ovvero il documento che tracciava le linee della politica comunitaria in tema di *corporate governance* per gli anni a venire.

Obiettivi dichiarati *dell'Action Plan* erano il rafforzamento dei diritti degli azionisti e della tutela dei terzi, nonché la promozione dell'efficienza e della competitività delle imprese <sup>(266)</sup>. Più precisamente, la Commissione istituiva una relazione tra rafforzamento dei diritti degli azionisti e protezione dei terzi da un lato, e fiducia degli investitori dall'altro, nonché tra «pratiche comprovate di buon governo societario» ed efficienza e competitività delle imprese <sup>(267)</sup>. In altri termini, compagini che avessero adottato pratiche virtuose di governo societario, offrendo *standards* elevati di tutela degli investitori, non solo sarebbero divenute maggiormente efficienti, ma avrebbero necessariamente (ri)conquistato la fiducia del mercato, guadagnandone in competitività: secondo la Comunicazione, proprio l'inadeguatezza delle pratiche di governo societario di talune società –

---

ad una migliore allocazione dei capitali. Ciò gioverà sia alle società quotate che agli investitori e apporterà enormi vantaggi all'economia europea nel suo insieme. [...]»: così  *Mercati mobiliari: la Commissione propone una direttiva volta ad accrescere la tutela degli investitori e la trasparenza*, Press Release, Bruxelles, 26 marzo 2003 n. IP/03/436, di cui può essere presa visione al seguente indirizzo Internet: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/03/436&format=HTML&aged=1&language=IT&guiLanguage=en>.

<sup>(265)</sup> COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire*, cit.; la relativa Press Release *Diritto delle società e governo societario: la Commissione presenta un Piano d'azione*, Bruxelles, 21 maggio 2003, n. IP/03/716, è disponibile al seguente indirizzo Internet <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/03/716&format=HTML&aged=1&language=IT&guiLanguage=en>, mentre il documento *Commission Action Plan on "Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union" - Frequently Asked Questions*, ref. MEMO/03/112, è disponibile alla pagina <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/03/112&format=HTML&aged=1&language=EN&guiLanguage=en>.

<sup>(266)</sup> Cfr. COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire*, cit., p. 8 ss. Come si avrà subito modo di sottolineare, nella visione della Commissione la relazione tra efficienza societaria e diritti, specie dei soci, era invero talmente stretta che non sbaglierebbe chi volesse chiosare che in definitiva l'obiettivo perseguito dall'Unione Europea era quello della promozione dell'efficienza e della competitività delle imprese *attraverso* il rafforzamento dei diritti dei soci e della tutela dei terzi.

<sup>(267)</sup> COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire*, cit., p. 3: «Un approccio efficace permetterà di rafforzare i diritti degli azionisti e la protezione dei terzi. In particolare, esso contribuirà a ripristinare la fiducia degli investitori europei dopo la recente ondata di scandali che hanno coinvolto i dirigenti di talune società. Il reddito, le pensioni e gli investimenti di milioni di cittadini europei dipendono dal fatto che le società quotate nelle quali investono facciano prova di comportamenti e pratiche di governo societario corretti e responsabili»; cfr. anche p. 11: «A seguito dei recenti scandali che hanno coinvolto i dirigenti di diverse società, la questione ha assunto oggi una grande importanza a livello mondiale. L'inadeguatezza delle pratiche di governo societario di talune società ha minato la fiducia nei mercati dei capitali».

manifestatasi con allarmante virulenza nel recente passato – aveva minato la fiducia dei mercati del capitali <sup>(268)</sup>, fiducia che l'Action Plan mirava dunque a ripristinare <sup>(269)</sup>.

Quanto agli strumenti a mezzo dei quali perseguire questi obiettivi, la Commissione intendeva sviluppare un approccio integrato, sia dal punto di vista della quantità che della qualità degli interventi previsti <sup>(270)</sup>: oltre a prevedere un notevole ventaglio di misure, differenziava anche tra i tipi di iniziativa, sia legislativa – demandata a direttive, sia su argomenti mai disciplinati in precedenza dal legislatore comunitario, che modificative della legislazione vigente – sia non legislativa – tramite raccomandazioni e studi. Dai criteri guida dettati dall'Action Plan emergeva inoltre la convinzione che la strada da intraprendere fosse quella dell'armonizzazione dei diritti comunitari: l'armonizzazione infatti, contribuendo a ridurre le incertezze degli operatori, poteva incidere positivamente su efficienza e competitività delle imprese <sup>(271)</sup>, lasciando comunque, al contempo, a queste ultime la possibilità di disporre della massima flessibilità possibile. La Commissione dunque, non ritenendo di dover abdicare alla mera autoregolamentazione del mercato <sup>(272)</sup>, propendeva invece per l'individuazione dei soli principi essenziali, lasciando che fossero poi gli ordinamenti nazionali a emanare la normativa di dettaglio <sup>(273)</sup>. Un'armonizzazione attuata con

---

<sup>(268)</sup> COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire*, cit., p. 11.

<sup>(269)</sup> «In short, good company law and good corporate governance practices throughout the EU will enhance the "real" economy by encouraging investment. [...] A dynamic and flexible company law and corporate governance framework is essential to protect investors from fraud and malpractice and make sure investors or those representing them have the information enabling them to make the right investment decisions. [...] Well managed companies, with strong corporate governance records and sensitive social and environmental performance, outperform their competitors.»: così *Commission Action Plan on "Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union" - Frequently Asked Questions* cit., p. 1.

<sup>(270)</sup> Cfr. l'elenco delle azioni di breve, medio e lungo termine, stilato in COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire*, cit., All. 1, p. 26 ss.

<sup>(271)</sup> Così COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire*, cit., p. 9.

<sup>(272)</sup> «Un approccio basato sull'autoregolamentazione del mercato, che preveda esclusivamente raccomandazioni non vincolanti, non è chiaramente sempre sufficiente a garantire un governo societario efficace.»: così COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire*, cit., p. 13.

<sup>(273)</sup> L'iniziativa legislativa comunitaria infatti «dovrebbe essere flessibile sotto il profilo dell'applicazione, ma ferma sotto quello dei principi.»: così COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire*, cit., p. 5. Lo strumento della Direttiva, necessitando dell'intervento nazionale per il recepimento e presupponendo quindi la discrezionalità tecnica dei legislatori dei singoli Stati – contrariamente allo strumento regolamentare – si profila come scelta coerente coi fini perseguiti. Sui differenti strumenti a disposizione del legislatore comunitario per condurre il processo di armonizzazione, cfr. RONDINELLI M. – *L'armonizzazione nel diritto comunitario delle società: evoluzione e prospettive*, in E. Pederzini (a cura di), *Percorsi di diritto societario europeo*, Torino, Giappichelli, II ed. 2011, p. 43 ss.

strumenti flessibili consentiva peraltro un maggior rispetto sia dei diritti nazionali che della libertà delle imprese <sup>(274)</sup>: questo approccio, teso a fissare dei principi inderogabili, al di fuori dei quali garantire alle società la massima flessibilità possibile, è peraltro il medesimo adottato da altri legislatori, quale quello dello Stato del Delaware <sup>(275)</sup>. Il metodo sopra descritto trovava applicazione in particolare nell'affrontare la problematica dell'elaborazione di un codice comunitario di governo societario, opzione che la Commissione andava definitivamente a bocciare, ritenendo piuttosto preferibile che le istituzioni comunitarie si adoperassero per assicurare il coordinamento dei codici nazionali esistenti <sup>(276)</sup> – la cui pluralità, veniva osservato nell'*Action Plan*, non veniva percepita dagli emittenti come una reale fonte d'incomodo, stante la convergenza, a tratti sorprendente, tra i testi dei codici nazionali – limitandosi a individuare a livello comunitario un contenuto numero di norme essenziali <sup>(277)</sup>.

Centrale per il raggiungimento degli obiettivi individuati dal legislatore europeo era la valorizzazione delle moderne tecnologie <sup>(278)</sup>: secondo la Commissione il diritto societario

---

<sup>(274)</sup> Cfr. COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire*, cit., pp. 6 e 10. In *Commission Action Plan on "Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union" - Frequently Asked Questions* <sup>cit.</sup>, p. 4, si sottolineava peraltro l'utilità delle Raccomandazioni (relativamente al rafforzamento della figura dei *non-executive directors*, alle remunerazioni degli amministratori e all'approvazione da parte degli azionisti degli *share options schemes* per gli amministratori) per disciplinare il tema del governo societario, trattandosi di uno strumento connotato dalla rapidità di utilizzo rispetto a Direttive e Regolamenti, perciò ideale per far fronte alla necessità di ripristinare quanto prima la fiducia degli investitori, senza peraltro risultare necessariamente meno efficace rispetto a questi, in quanto «Some of the proposals for now stop short of formal legislation but aim to create strong moral and market pressure on companies to improve their corporate governance act and on Member States and regulators to enforce that improvement. The Commission believes this approach will be effective and that the Action Plan will greatly improve transparency, reinforce shareholder rights and enhance corporate responsibility.».

<sup>(275)</sup> In questo senso la scelta del legislatore comunitario appare molto distante dall'impostazione abbracciata dalla statunitense Security Exchange Commission. Sul rapporto tra Delaware General Corporation Law e legislazione federale statunitense, in generale ma soprattutto quanto alla materia delle deleghe di voto, cfr., *supra*, n. 74.

<sup>(276)</sup> «In Europe, a one-size-fits-all solution is not feasible or desirable given the many different national models. That is why the Action Plan proposes combining harmonising a few essential rules with closer co-ordination between national codes.»: così *Commission Action Plan on "Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union" - Frequently Asked Questions*, cit., p. 4.

<sup>(277)</sup> Cfr. COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire*, cit., p. 12: sul tema, la Commissione andava peraltro a richiamare espressamente le conclusioni di cui allo studio di WEIL, GOTSHAL & MANGES LLP – *Comparative Study Of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union And Its Member States*, cit., p. 7, secondo cui, anziché investire energie nell'elaborazione di un codice unitario di governo societario, «A more valuable area for the European Commission to focus its efforts on is the reduction of legal and regulatory barriers to shareholder engagement in cross-border voting ("participation barriers") as well as the reduction of barriers to shareholders' (and potential investors') ability to evaluate the governance of corporations ("information barriers").».

<sup>(278)</sup> «Il rapido sviluppo delle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione (videoconferenze, posta elettronica e soprattutto Internet) sta influenzando il modo in cui vengono conservate e divulgate le informazioni sulle società, nonché il modo in cui viene gestita la vita della società (ad esempio assemblee generali virtuali, riunioni del consiglio di amministrazione in collegamento video, esercizio transfrontaliero del diritto di voto).»: così COMMISSIONE

comunitario dovrebbe infatti non solo consentire, ma anche incoraggiare quanto possibile l'utilizzo delle moderne tecnologie dell'informazione e della comunicazione nelle relazioni tra società e soci o terzi <sup>(279)</sup>.

Passando all'oggetto della Comunicazione, l'*Action Plan* sviluppava i seguenti temi riguardanti il governo societario <sup>(280)</sup>: maggiore trasparenza; rafforzamento dei diritti degli azionisti; modernizzazione del consiglio di amministrazione; coordinamento degli sforzi degli Stati membri per migliorare il governo societario. In particolare, quanto al tema oggetto del presente lavoro, la Commissione mirava in primo luogo a introdurre oneri di natura pubblicitaria, sia per le società che per gli investitori istituzionali: questa scelta – che appare peraltro coerente con il proposito di prendere in considerazione per quanto possibile l'uso di strumenti alternativi alla legislazione – veniva ritenuta meno invasiva rispetto ad opzioni di natura regolatoria <sup>(281)</sup>, e si può inoltre ritenere espressione di un condivisibile principio di sussidiarietà tra norme imperative e autoregolamentazione.

#### c.1) Trasparenza

In linea con le proposte dell'High Level Group, la Commissione riteneva che le società quotate dovessero redigere annualmente una dichiarazione sul governo societario che indicasse in maniera chiara ed esauriente i principali elementi della struttura societaria e le pratiche di *governance* adottate <sup>(282)</sup>; anche gli investitori istituzionali avrebbero dovuto render pubbliche le proprie politiche in materia di investimenti e di voto nelle società di cui detenessero le

---

DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire, cit.*, p. 7.

<sup>(279)</sup> Cfr. COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire, cit.*, p. 9, ove veniva altresì precisato come non fosse però ancora giunto il momento di consentire alle società di imporre l'utilizzo di dette tecnologie ai propri interlocutori, fossero questi i soci o i terzi.

<sup>(280)</sup> Le altre aree d'intervento individuate dalla Commissione erano le seguenti: salvaguardia e modificazioni del capitale; gruppi e piramidi; ristrutturazione e mobilità delle società; altre questioni (ovvero l'introduzione di nuovi tipi societari comunitari e l'estensione degli obblighi pubblicitari per enti giuridici a responsabilità limitata costituiti secondo una forma giuridica nazionale). Per una rapida disamina delle proposte relative a questi temi si rinvia alla Press Release *Diritto delle società e governo societario: la Commissione presenta un Piano d'azione, cit.*, pp. 3-4.

<sup>(281)</sup> Gli oneri pubblicitari «rappresentano infatti un'ingerenza minore nella vita delle società e possono consentire di pervenire efficacemente e rapidamente ai risultati auspicati sotto la spinta del mercato»: così COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire, cit.*, n. 12, p. 13.

<sup>(282)</sup> Cfr. COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire, cit.*, p. 13.

partecipazioni, e render conto, a richiesta dei beneficiari, di come fossero stati utilizzati i diritti di voto nelle singole, specifiche votazioni <sup>(283)</sup>. L'*Action Plan* sottolineava l'importanza dell'introduzione di un simile onere, stante la centralità asseritamente – come si avrà modo di chiarire *infra*, tale tesi appare aprioristicamente generalizzante e pertanto scorretta – assunta dagli investitori istituzionali nella *governance* delle società in cui essi investono <sup>(284)</sup>: la Comunicazione sosteneva infatti fossero riscontrabili i segnali di un loro maggior attivismo <sup>(285)</sup>, ribadendo quanto sostenuto dall'High Level Group nella pubblica consultazione prima e nel *Report* poi. La Commissione considerava però l'adozione di dette misure come un obiettivo non prioritario, ammettendo che l'onere di *disclosure* per gli investitori istituzionali avrebbe portato a benefici apprezzabili solo una volta risolti i problemi legati all'esercizio transfrontaliero dei diritti di voto <sup>(286)</sup>.

### c.2) Diritti degli azionisti

Il rafforzamento dei diritti degli azionisti avrebbe dovuto essere realizzato in primo luogo agevolando il loro accesso alle informazioni pertinenti le assemblee generali <sup>(287)</sup>: la tematica era peraltro oggetto della coeva proposta di Direttiva in materia di trasparenza, la quale autorizzava le società a utilizzare mezzi elettronici quali veicoli d'informazione per i propri azionisti, ma la Commissione riteneva che ciò non precludesse l'adozione, a medio termine, di ulteriori misure che

<sup>(283)</sup> Cfr. COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire, cit.*, p. 14. Anche la Commissione, come l'High Level Group, si pronunziava invece a sfavore dell'imposizione in capo agli investitori istituzionali di un obbligo di esercitare i propri diritti di voto, paventando conseguenze controproducenti quali la possibilità che gli investitori optassero per una condotta improntata a ottemperare all'obbligo votando a favore di qualsiasi proposta di risoluzione.

<sup>(284)</sup> Cfr. COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire, cit.*, p. 14; cfr. anche *Commission Action Plan on "Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union" - Frequently Asked Questions, cit.*, p. 4: «investors are paying increasing attention to governance issues in making their investment choices. By requiring full reporting by companies of their corporate governance practices, the Action Plan will help them do that.».

<sup>(285)</sup> COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire, cit.*, p. 7: «i recenti scandali finanziari hanno stimolato un nuovo e vivace dibattito sul governo societario e la necessità di ripristinare la fiducia è una ragione in più per lanciare nuove iniziative a livello comunitario. Gli investitori, grandi e piccoli, chiedono alle imprese maggiore trasparenza ed una migliore informazione e cercano di influenzare maggiormente il processo decisionale delle società di cui sono azionisti.».

<sup>(286)</sup> Cfr. COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire, cit.*, p. 15. Cfr. anche *Id.*, p. 20 ss quanto alla problematica della trasparenza nell'ambito dei gruppi di società, relativamente alla struttura del gruppo e alle relazioni infragruppo.

<sup>(287)</sup> Cfr. COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire, cit.*, p. 15.

imponessero all'insieme delle società quotate di utilizzare i mezzi elettronici per informare i soci. Sarebbe stato in particolare necessario rafforzare la partecipazione al processo decisionale, attribuendo agli azionisti i diritti di porre domande, presentare risoluzioni, prender parte alle assemblee e votare senza essere fisicamente presenti in assemblea<sup>(288)</sup>: come per la *disclosure* degli investitori istituzionali, anche l'esercizio di questi diritti presupponeva che fosse resa effettiva la possibilità di esercitare il proprio diritto di voto a distanza, anche da Paesi diversi da quello in cui la società ha sede (c.d. esercizio transfrontaliero del diritto di voto); la Commissione riteneva perciò anche in questo caso che le norme che andavano a rafforzare tali diritti, garantendone l'effettivo esercizio, avrebbero dovuto essere oggetto di una Direttiva, da emanare nel medio periodo<sup>(289)</sup>.

L'approccio tendente al rafforzamento dei diritti degli azionisti attraverso l'ampliamento del novero di essi, la relativa pubblicità sulle modalità di esercizio e la promozione dell'effettività degli stessi mirava dunque a restituire centralità al socio, che in ultima istanza è il titolare (*pro quota*) della società<sup>(290)</sup>; detto approccio risultava nondimeno coerente con l'impostazione di cui ai principi OCSE sul governo societario<sup>(291)</sup>, e secondo la Commissione avrebbe portato alla realizzazione di un'effettiva democrazia degli azionisti<sup>(292)</sup>.

---

<sup>(288)</sup> Cfr. COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire, cit.*, p. 15.

<sup>(289)</sup> L'*All. 1*, contenente il calendario delle azioni da realizzarsi per la modernizzazione del diritto societario comunitario, inseriva la promozione della comunicazione tra società e azionisti e della partecipazione di questi ultimi al processo decisionale tra le azioni cui dare attuazione prioritariamente, nel triennio 2003-2005. Stante il contrasto tra testo della Comunicazione e *All. 1*, deve ritenersi prevalente il primo – peraltro l'opzione per il medio termine risulta adeguatamente corredata di argomentazioni – e per converso erronea l'indicazione di cui all'allegato.

<sup>(290)</sup> COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire, cit.*, p. 8: «Le società appartengano agli azionisti, non ai loro dirigenti [letteralmente, nel testo in lingua inglese, p. 7: «Shareholders own companies, not management»], eppure troppo spesso i loro diritti sono stati calpestati a causa di comportamenti meschini o avidi, e a volte addirittura fraudolenti, dei dirigenti. È ora necessario un nuovo senso della misura e dell'equità.».

<sup>(291)</sup> Cfr. OECD – *Principi di governo societario dell'OCSE, 2004, cit.*, p. 13 ss.: in particolare cfr. i pr. II. Diritti degli azionisti e funzioni fondamentali associate alla proprietà delle azioni. – *L'assetto del governo societario dovrebbe proteggere i diritti degli azionisti e facilitarne l'esercizio*; III. Equo trattamento degli azionisti. – *L'assetto del governo societario dovrebbe assicurare l'equo trattamento di tutti gli azionisti, compresi quelli di minoranza e gli azionisti stranieri. Ad ogni azionista dovrebbe essere riconosciuta la possibilità di disporre di efficaci rimedi giuridici per la violazione dei propri diritti*; V. Informazione e trasparenza. – *L'assetto di governo societario dovrebbe assicurare una tempestiva e accurata informazione su tutte le questioni rilevanti riguardanti la società, comprese la situazione finanziaria, le performance, gli assetti proprietari, e la governance della società.*

<sup>(292)</sup> Cfr. COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire, cit.*, pp. 15-16.

c.3) Consiglio di amministrazione

Oggetto dell'*Action Plan* era anche la modernizzazione del consiglio di amministrazione, soprattutto quanto ai profili problematici riguardanti la composizione dell'organo e i meccanismi di nomina degli amministratori, i criteri di determinazione della remunerazione e la più corretta individuazione delle responsabilità<sup>(293)</sup>. In particolare la Commissione intendeva rafforzare il ruolo degli amministratori non esecutivi e dei membri del consiglio di vigilanza indipendenti. In questa sede ci si limita a segnalare come nell'equilibrio – qualsiasi equilibrio astrattamente ipotizzabile – che contraddistingue la *governance* le posizioni tra gli organi siano relazionali: il recupero della centralità del socio può astrattamente essere perseguito attraverso l'attribuzione ad esso di maggiori poteri, ma anche, indirettamente, attraverso l'indebolimento degli altri organi, *rectius* l'individuazione di limiti alle loro prerogative, prevedendo ad esempio in capo ad essi oneri informativi o accrescendone le responsabilità. La direzione prescelta dalla Comunicazione era quella della limitazione delle prerogative degli amministratori con incarichi esecutivi mediante l'attribuzione di un ruolo più significativo ai non esecutivi e ai membri indipendenti del consiglio di vigilanza, in particolare in sede di nomina e di remunerazione dei primi<sup>(294)</sup>, e imponendo una maggior trasparenza nei meccanismi di determinazione della remunerazione degli esecutivi.

c.4) Coordinamento interstatale

L'*Action Plan* preannunciava infine l'istituzione di un Forum europeo sul governo societario, finalizzato a contribuire al coordinamento delle iniziative degli Stati membri per migliorare la *corporate governance*, che avrebbe dovuto riunirsi con cadenza perlomeno annuale<sup>(295)</sup>.

In chiusura di documento la Commissione lanciava una pubblica consultazione sul Piano d'azione – per un periodo di tre mesi, fino al 31 agosto 2003 – e annunciava la successiva

---

<sup>(293)</sup> Cfr. COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire, cit.*, p. 16 ss.

<sup>(294)</sup> Questo risultato si sarebbe dovuto ottenere imponendo a livello comunitario degli *standards* minimi relativamente alla creazione, alla composizione e al ruolo dei comitati per la nomina, dei comitati per la remunerazione e dei c.d. *audit committees*: cfr. COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire, cit.*, p. 16 ss.

<sup>(295)</sup> In questo senso si esprime COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire, cit.*, pp. 11 e 18.

pubblicazione di una sintesi delle osservazioni ricevute <sup>(296)</sup>. La promozione della partecipazione degli azionisti al processo decisionale e la previsione di obblighi di trasparenza in capo agli investitori istituzionali venivano demandate a due Direttive – la prima delle quali sarebbe stata la c.d. Direttiva *Shareholders' Rights* – entrambe da emanarsi nel medio termine (triennio 2006-2008) <sup>(297)</sup>.

In definitiva, la Comunicazione segna il recepimento a livello politico delle idee elaborate dal *pool* di esperti che componevano la Commissione Winter; dalla disamina del testo emerge chiaramente come l'*Action Plan* non solo fondasse le proprie radici sul *Report* dell'High Level Group, ma ne riproducesse quasi specularmente il contenuto <sup>(298)</sup>: le problematiche evidenziate erano le stesse, le posizioni assunte in merito erano sostanzialmente identiche e le argomentazioni utilizzate erano le medesime.

\* \* \*

Nel mese di novembre 2003 la Direzione Generale Mercato Interno e Servizi dell'Unione Europea pubblicava il *Working Document* contenente la sintesi delle risposte alla comunicazione <sup>(299)</sup>. Nonostante le entusiastiche declamazioni ufficiali da parte delle istituzioni comunitarie <sup>(300)</sup>, è

---

<sup>(296)</sup> Così COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire, cit.*, p. 25.

<sup>(297)</sup> La Comunicazione prendeva le distanze dal *Report* quanto a limitati aspetti (su cui cfr. *Commission Action Plan on "Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union" - Frequently Asked Questions, cit.*, pp. 2-3; cfr. anche p. 6), tra cui i più significativi riguardavano: ruolo e funzionamento del Forum sul governo societario; composizione dei comitati per la nomina e la remunerazione degli amministratori di società quotate, nonché degli *audit committees*; promozione della c.d. democrazia azionaria.

<sup>(298)</sup> Cfr. COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire, cit.*, pp. 26-27. Come già segnalato (cfr. la n. 285) l'*All.* 1 inserisce erroneamente la valorizzazione dei diritti degli azionisti tra le azioni da realizzarsi nel breve termine (triennio 2003-2005).

<sup>(299)</sup> DG INTERNAL MARKET – *Synthesis of the responses to the Communication of the Commission to the Council and the European Parliament "Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A plan to Move Forward"* - COM (2003) 284 final of 21 May 2003, A Working Document of DG Internal Market, 15 November 2003, disponibile all'indirizzo: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/governance-consult-responses\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/governance-consult-responses_en.pdf); la relativa Press Release *Corporate Governance and Company Law: Commission announces results of consultation on Action Plan*, Brussels, 21<sup>st</sup> November 2003, IP/03/1581, è consultabile alla pagina <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/03/1581&format=HTML&aged=1&language=EN&guiLanguage=en>.

<sup>(300)</sup> La Press Release *Corporate Governance and Company Law: Commission announces results of consultation on Action Plan, cit.*, p. 1, riportava le parole del commissario Bolkestein, il quale così sintetizzava l'esito della consultazione: «The results of this consultation show the strength of the consensus on the thrust of the Action Plan and on the main measures within it, which aim to deliver an integrated and modern company law and corporate governance framework. It shows that business, markets and investors all know that if companies are not run efficiently and openly, they cannot deliver the right results for their shareholders and for the wider economy. [...]».

dato innanzitutto rilevare come gli aderenti alla consultazione fossero stati poco più di un centinaio; degno di nota risulta inoltre il dato relativo alla percentuale di adesioni da parte degli investitori istituzionali e dei soci, rispetto alle altre categorie di *respondents*, attestatasi in aggregato attorno al 20%, a fronte della maggioranza delle adesioni, ascrivibile per un complessivo 48% a rappresentanti del mondo industriale e operatori finanziari <sup>(301)</sup>. La partecipazione da parte degli azionisti istituzionali risultava quindi poco significativa, e quella degli investitori non istituzionali – non superando il 2% – addirittura trascurabile: le risposte di cui al *Working Document* non risultano perciò indicative per “leggere” il livello di gradimento della direzione imboccata dal legislatore comunitario, da parte della categoria maggiormente valorizzata nel progetto di riforma.

Quanto alle proposte avanzate dall’*Action Plan*, appare chiaro come il c.d. “*fully integrated approach*” abbracciato dalla Commissione, ovvero l’approccio regolatorio teso a combinare tra loro soluzioni autoregolamentari nate dai mercati, il coordinamento dei codici di governo societario esistenti e, ove necessario, la legislazione, avesse ingenerato un diffuso scetticismo <sup>(302)</sup>; a proposito dei codici di *corporate governance*, una maggioranza decisamente larga degli aderenti concordava peraltro con la Commissione sull’inopportunità di sviluppare un testo comunitario del governo societario <sup>(303)</sup>; numerose erano invece le perplessità dei *respondents*, relativamente al proposto Forum sul Governo Societario e ai meccanismi del suo funzionamento <sup>(304)</sup>.

---

<sup>(301)</sup> Non è dato purtroppo essere maggiormente precisi, in quanto DG INTERNAL MARKET – *Synthesis of the responses to the Communication of the Commission to the Council and the European Parliament “Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A plan to Move Forward”*, cit., p. 4 riportava i dati relativi alle categorie dei *respondents* in un grafico “a torta”, dal quale sono omesse le indicazioni delle relative percentuali rappresentate dagli “spicchi” (o meglio, “fette”) di torta: le percentuali indicate nel testo sono state dedotte da detto grafico e sono quindi da considerarsi solo indicative.

<sup>(302)</sup> Diversi *respondents* avevano sottolineato come il vasto programma varato dall’*Action Plan* contrastasse con il principio di cui al coevo memorandum, secondo cui si sarebbe dovuto evitare un eccessivo ricorso alla regolamentazione legislativa; la generalità di coloro che avevano risposto alla consultazione riteneva inoltre che lo strumento della Direttiva fosse inadatto a disciplinare la materia della *corporate governance*, in quanto eccessivamente rigido, oltre a prestarsi al rischio che la legislazione nazionale di secondo livello fosse eccessivamente prescrittiva e dettagliata: cfr. DG INTERNAL MARKET – *Synthesis of the responses to the Communication of the Commission to the Council and the European Parliament “Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A plan to Move Forward”*, cit., p. 6.

<sup>(303)</sup> Cfr. DG INTERNAL MARKET – *Synthesis of the responses to the Communication of the Commission to the Council and the European Parliament “Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A plan to Move Forward”*, cit., p. 7.

<sup>(304)</sup> Dette perplessità ne investivano la composizione, l’ambito di operatività, la natura delle delibere adottate e il rapporto con le istituzioni comunitarie. Per una disamina completa si rinvia a DG INTERNAL MARKET – *Synthesis of the responses to the Communication of the Commission to the Council and the European Parliament “Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A plan to Move Forward”*, cit., p. 16.

Le misure tese a migliorare la trasparenza societaria anche tramite l'introduzione della dichiarazione annuale sulle regole di governo societario adottate venivano accolte con favore <sup>(305)</sup>; altrettanto non poteva invece dirsi per le regole in tema di trasparenza degli investitori istituzionali: nonostante la necessità di responsabilizzare questi ultimi fosse generalmente condivisa, la maggior parte dei *respondents*, e non solo i rappresentanti della categoria, aveva espresso le proprie perplessità quanto all'imposizione su di essi di oneri aggiuntivi. Le critiche probabilmente più fondate – ma nondimeno superabili – riguardavano l'impossibilità di predeterminare le proprie politiche di voto anticipatamente, sulla base di un metodo meramente teoretico <sup>(306)</sup>; le regole sulla trasparenza avrebbero altresì introdotto una distorsione della competizione tra investitori comunitari ed extracomunitari <sup>(307)</sup>. Emergeva inoltre il rilievo per cui i principali interventi per addivenire a una partecipazione maggiormente attiva da parte degli investitori istituzionali avrebbero dovuto consistere non nell'imporre obblighi di trasparenza, bensì nell'intervenire sulla regola che imponeva l'obbligo di deposito delle azioni e nel rimuovere gli ostacoli al voto transfrontaliero.

Anche il rafforzamento dei diritti "informativi" degli azionisti, in particolare attraverso l'utilizzo del mezzo elettronico, già oggetto della Direttiva *Transparency* <sup>(308)</sup> veniva salutato con favore dagli aderenti alla consultazione, purché il ricorso al mezzo elettronico avvenisse su base esclusivamente volontaria <sup>(309)</sup>; la medesima approvazione veniva riscossa dai provvedimenti

---

<sup>(305)</sup> Per una disamina delle voci minoritarie cfr. DG INTERNAL MARKET – *Synthesis of the responses to the Communication of the Commission to the Council and the European Parliament "Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A plan to Move Forward"*, cit., p. 8.

<sup>(306)</sup> «The policy of voting rights is by its nature very dynamic as it must be able to change very rapidly according to current circumstances»: così DG INTERNAL MARKET – *Synthesis of the responses to the Communication of the Commission to the Council and the European Parliament "Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A plan to Move Forward"*, cit., p. 9.

<sup>(307)</sup> Altre obiezioni consistevano nella (pretestuosa) considerazione che le regole di trasparenza sugli investitori istituzionali avrebbero violato il principio di parità di trattamento tra i soci, nonché nel rilievo (sicuramente condivisibile) per cui la *disclosure* non avrebbe dovuto riguardare informazioni confidenziali: cfr. DG INTERNAL MARKET – *Synthesis of the responses to the Communication of the Commission to the Council and the European Parliament "Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A plan to Move Forward"*, cit., pp. 9-10.

<sup>(308)</sup> La Direttiva *Transparency* impone agli emittenti la pubblicazione di tutta una serie di informazioni e documenti rilevanti per l'assemblea, ma detta pubblicazione è prevista esclusivamente nello Stato membro dell'emittente: ne consegue una sostanziale disparità di trattamento tra gli azionisti c.d. residenti (nel Paese dell'emittente) e azionisti non residenti, che in ragione della sempre più diffusa detenzione di partecipazioni da parte di questi ultimi, costituiva un'autentica emergenza cui il legislatore comunitario intendeva far fronte in tempi brevi.

<sup>(309)</sup> «Broad support was expressed for encouraging the use of electronic facilities for the receipt and dissemination of information, provided this remained voluntary and best practice, and was not made mandatory.»: così DG INTERNAL MARKET – *Synthesis of the responses to the Communication of the Commission to the Council and the European Parliament "Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A plan to Move Forward"*, cit., p. 10.

“abilitativi” miranti ad attribuire ai soci ulteriori diritti partecipativi, tra cui quelli di porre domande, sottoporre delle risoluzioni al voto assembleare, votare *in absentia* e partecipare tramite gli strumenti elettronici <sup>(310)</sup>: sul punto la Commissione stessa riconosceva come fosse necessario disegnare un bilanciato sistema di misure applicative, che permettessero di evitare che gli azionisti abusassero dei propri diritti <sup>(311)</sup>.

\* \* \*

Il Parlamento europeo, nella propria Risoluzione del 21 aprile 2004 <sup>(312)</sup>, dichiarava di condividere le priorità operative della Commissione <sup>(313)</sup>, ed evidenziava altresì come gli scandali finanziari registratisi prima in Giappone, poi negli Stati Uniti e in Europa dimostrassero che le regole di trasparenza necessitavano di essere migliorate e rafforzate <sup>(314)</sup>, anche in ragione della protezione degli *stakeholders*: le imprese hanno infatti una responsabilità sociale, e il tema della governance non può essere presentato come un problema limitato esclusivamente alla relazione tra azionisti e management <sup>(315)</sup>. La Risoluzione propugnava altresì la creazione di un quadro giuridico

---

<sup>(310)</sup> Secondo DG INTERNAL MARKET – *Synthesis of the responses to the Communication of the Commission to the Council and the European Parliament “Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A plan to Move Forward”, cit.*, p. 11, «This is the legislative proposal that was received most positively by a broad range of respondents».

<sup>(311)</sup> Cfr. DG INTERNAL MARKET – *Synthesis of the responses to the Communication of the Commission to the Council and the European Parliament “Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A plan to Move Forward”, cit.*, p. 11.

<sup>(312)</sup> PARLAMENTO EUROPEO – *Risoluzione del Parlamento europeo sulla comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo: Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell’Unione europea – Un piano per progredire, cit.*

<sup>(313)</sup> Cfr. PARLAMENTO EUROPEO – *Risoluzione del Parlamento europeo sulla comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo: Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell’Unione europea – Un piano per progredire, cit.*, p. 716, *sub n. 7*: «ritiene positive le proposte della Commissione per un moderno governo societario avente come obiettivo lo sviluppo della competitività delle imprese, componente fondamentale della crescita economica e della creazione di posti di lavoro, il miglioramento della tutela degli azionisti e dei creditori e il rafforzamento della trasparenza nel funzionamento delle imprese»; cfr. anche p. 717, *sub n. 22*: «offre il proprio sostegno all’intenzione della Commissione di migliorare i diritti degli azionisti, in particolare grazie a regole di trasparenza ampliate, diritti di voto per procura, la possibilità di partecipare alle assemblee generali per via elettronica e la garanzia dell’esercizio dei diritti di voto transfrontalieri».

<sup>(314)</sup> «[il Parlamento europeo] ricorda che un governo societario vissuto e reso trasparente all’opinione pubblica migliora sia l’immagine dell’impresa che il suo rating e quindi anche la sua posizione sui mercati finanziari ed è, in ultima analisi, nell’interesse dell’impresa»: così PARLAMENTO EUROPEO – *Risoluzione del Parlamento europeo sulla comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo: Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell’Unione europea – Un piano per progredire, cit.*, p. 719, *sub n. 40*.

<sup>(315)</sup> Cfr. PARLAMENTO EUROPEO – *Risoluzione del Parlamento europeo sulla comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo: Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell’Unione europea – Un piano per progredire, cit.*, pp. 714-715. Sulla responsabilità sociale d’impresa si rinvia, *supra*, alle considerazioni di cui al par. 1.1.1.b).

volto a disciplinare l'attività e la struttura degli investitori istituzionali, che in particolare prevedesse per essi l'obbligo di partecipazione alle assemblee degli azionisti; il Parlamento, rilevato con favore come alcuni investitori istituzionali – segnatamente, i fondi pensione – avessero già iniziato a esercitare un ruolo maggiormente attivo nella *governance* societaria, invitava inoltre la Commissione ad avviare una consultazione con gli esponenti del settore, relativamente agli obblighi di fornire informazioni sulle proprie politiche d'investimento e di esercitare i diritti di voto nelle società in cui investono <sup>(316)</sup>. Nella Risoluzione veniva invece espresso un profondo scetticismo quanto all'utilità della creazione di un Forum europeo sul governo societario <sup>(317)</sup>.

d) Dai documenti di consultazione del DG Internal Market all'approvazione del progetto di Direttiva

Nel giugno del 2004, durante la conferenza di presentazione del nuovo *Corporate Governance Code* tedesco, il Commissario al Mercato Interno Bolkestein sintetizzava le posizioni della Commissione relativamente alla centralità del ruolo dei soci nella nuova *governance* europea, in particolare sottolineando l'imprescindibilità del loro attivismo per il funzionamento del sistema <sup>(318)</sup>, e ribadiva la convinzione che l'intervento comunitario avrebbe dovuto dipanarsi – come il filo di una matassa – nell'area grigia tra gli estremi di un'impostazione dirigista e dell'autoregolamentazione, all'insegna del bilanciamento tra l'introduzione di regole imperative e incentivi di mercato <sup>(319)</sup>.

---

<sup>(316)</sup> Cfr. PARLAMENTO EUROPEO – *Risoluzione del Parlamento europeo sulla comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo: Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire, cit.*, p. 719, sub nn. 42-43.

<sup>(317)</sup> Cfr. PARLAMENTO EUROPEO – *Risoluzione del Parlamento europeo sulla comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo: Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire, cit.*, p. 716 sub n. 13.

<sup>(318)</sup> «Better disclosure will help the markets to play their disciplining role, but only if shareholders can make their voices heard. [...] a more accountable relationship between shareholders and directors is necessary in order to control excesses. The flipside of the coin is, of course, that shareholders must also take their responsibilities seriously.»: BOLKESTEIN F. – *The EU Action Plan for Corporate Governance*, Berlino, Conferenza sul codice di Corporate Governance Tedesco, 24 giugno 2004, SPEECH/04/331, p. 3, disponibile al seguente indirizzo Internet <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/04/331&language=EN>. Interessante è notare come il Commissario Bolkestein sottolineasse la responsabilità dei soci – in generale, sebbene l'oggetto principale delle attenzioni fossero certamente gli investitori istituzionali – ma non facesse alcun cenno alla necessità di istituire un sistema sanzionatorio per il caso di mancato attivismo: la Commissione, in altri termini, non mirava ad altro provvedimento che ad incentivare una sorta di *self restraint* da parte degli azionisti.

<sup>(319)</sup> «I think we all agree on the fact that a sound corporate governance framework will be achieved neither by markets acting of their own accord, nor by the introduction of an overly prescriptive legal infrastructure. The challenge we are all facing here is to find the right balance between regulatory and market-driven incentives.»: così BOLKESTEIN F. – *The EU Action Plan for Corporate Governance, cit.*, p. 4.

\* \* \*

Il rafforzamento dei diritti degli azionisti delle società quotate, tema che aveva incontrato più di tutti il favore dei *respondents* all'*Action Plan*, presentava particolari problematiche applicative soprattutto in relazione alle fattispecie in cui le azioni risultavano detenute da investitori stranieri. L'informazione e la partecipazione degli azionisti erano peraltro oggetto anche della Direttiva Transparency, che sarebbe entrata in vigore nell'autunno del medesimo anno<sup>(320)</sup>, ma che non affrontava alcune questioni – specie in ordine agli ostacoli all'effettiva parità nell'esercizio transfrontaliero dei diritti di partecipazione e voto – cui era indispensabile far fronte per poter consentire a tutti soci di prendere compiutamente parte al processo decisionale societario<sup>(321)</sup>: in preparazione dell'emananda Direttiva, la Direzione Generale Mercato interno e Servizi della Commissione predisponne dunque due documenti di consultazione, rispettivamente datati 16 settembre 2004<sup>(322)</sup>, 13 maggio 2005<sup>(323)</sup>, finalizzati ad aprire un dibattito su queste problematiche;

---

<sup>(320)</sup> In particolare il riferimento va agli artt. 13(2), 13(3) e 17, come peraltro correttamente rilevato da EUROPEAN COMMISSION - INTERNAL MARKET DIRECTORATE GENERAL – *Fostering an appropriate regime for shareholders' rights – Consultation document of the Services of the Internal Market Directorate General*, 16 settembre 2004, ref. MARKT/16.09.2004, di cui può essere presa visione al seguente indirizzo Internet: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/consultation\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation_en.pdf), p. 7.

<sup>(321)</sup> «In order allow shareholders to play their full role in the decision-making process of the company, some elements pertaining to the organisation of GMs and the exercise of shareholders' rights may still have to be specifically addressed, notably to ensure that barriers to cross-border access to information, effective participation in the general meeting and voting, are removed.»: così EUROPEAN COMMISSION - INTERNAL MARKET DIRECTORATE GENERAL – *Fostering an appropriate regime for shareholders' rights – Consultation document of the Services of the Internal Market Directorate General*, cit., p. 7.

<sup>(322)</sup> EUROPEAN COMMISSION - INTERNAL MARKET DIRECTORATE GENERAL – *Fostering an appropriate regime for shareholders' rights – Consultation document of the Services of the Internal Market Directorate General*, cit.; la relativa Press Release *Corporate governance: Commission consults on shareholders' rights*, Brussels, 16<sup>th</sup> September 2004, ref. IP/04/1107, è disponibile per il download al seguente indirizzo Internet <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/04/1107&language=en&guiLanguage=en>; il documento *Synthesis of the Comments on the Consultation Document of the Services of the Internal Market Directorate-General “Fostering an appropriate regime for shareholders' rights” – A Working Document of DG Internal Market*, April 2005, disponibile all'indirizzo [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/consultation-synthesis\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation-synthesis_en.pdf), raccoglie la sintesi dei commenti alla consultazione.

<sup>(323)</sup> EUROPEAN COMMISSION – INTERNAL MARKET AND SERVICES DG – *Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights – Second consultation by the Services of the Internal Market Directorate General*, 13 maggio 2005, ref. MARKT/13.05.2005, disponibile al seguente indirizzo [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/consultation2\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation2_en.pdf); la Press Release *Corporate governance: Commission consults on minimum standards that should apply to shareholders' rights*, Press Release, Brussels, 13 May 2005, ref. IP-05-561\_EN, è disponibile all'indirizzo <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/05/561&format=HTML&aged=0&language=en&guiLanguage=en>; il documento *Synthesis of the Comments on the Second Consultation Document of the Internal Market and Services Directorate-General “Fostering an appropriate regime for shareholders' rights”*, September 2005, disponibile alla pagina [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/consultation2\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation2_report_en.pdf), raccoglie la sintesi delle risposte alla seconda consultazione.

un terzo documento di consultazione sarebbe stato poi emanato il 30 aprile 2007, alla vigilia dell'emanazione della Direttiva <sup>(324)</sup>.

Il primo documento di consultazione, per quanto rileva in questa sede, prendeva in considerazione in primo luogo la tematica dell'informazione preassembleare, evidenziando l'importanza – perché gli investitori, anche “non residenti”, potessero esprimere un voto informato <sup>(325)</sup> – della messa a disposizione di tutte le informazioni e la documentazione utili ai fini dell'assemblea, per tempo e in modo da consentire una facile accessibilità alle stesse, e domandava quali dovessero essere gli *standards* di trasparenza che la Direttiva avrebbe dovuto imporre alle società. Il documento di consultazione non si occupava della dichiarazione annuale sul governo societario; affrontava invece il tema dell'informazione – tempestiva e facilmente disponibile, anche tramite l'istituzione di un'apposita sezione sul sito Internet – a beneficio di coloro che sono considerati titolari dei diritti partecipativi, relativamente ai loro diritti e alle modalità per esercitarli <sup>(326)</sup>.

Veniva esaminato inoltre il tema del diritto di partecipare alle assemblee e ivi votare, e in particolare le modalità per determinare univocamente quale fosse il titolare di detto diritto, sia nel senso dell'individuazione del soggetto ammesso a votare, tra quelli che formano la “catena di intermediari” tra emittente e investitore ultimo <sup>(327)</sup>, sia nel senso della definizione del momento in

---

<sup>(324)</sup> EUROPEAN COMMISSION – INTERNAL MARKET AND SERVICES DG – *Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights – Third consultation document of the Services of the Directorate General Internal Market and Services*, 30 aprile 2007, ref. MARKT/30.04.2007, disponibile alla pagina [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/consultation3\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation3_en.pdf); il documento *Synthesis of the Comments on the Third Consultation Document of the Internal Market and Services Directorate-General “Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights”*, September 2007, pubblicato successivamente all'entrata in vigore della Direttiva, e disponibile al seguente indirizzo Internet [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/consultation3\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation3_report_en.pdf), contiene la sintesi delle risposte alla terza consultazione.

<sup>(325)</sup> EUROPEAN COMMISSION - INTERNAL MARKET DIRECTORATE GENERAL – *Fostering an appropriate regime for shareholders' rights – Consultation document of the Services of the Internal Market Directorate General*, cit., p. 3: «Investors can only make well-informed decisions if they are provided with all the relevant materials in a timely fashion.».

<sup>(326)</sup> Le proposte della Commissione avrebbero incontrato il largo favore dei *respondents*: cfr. *Synthesis of the Comments on the Consultation Document of the Services of the Internal Market Directorate-General “Fostering an appropriate regime for shareholders' rights” – A Working Document of DG Internal Market*, cit., p. 9.

<sup>(327)</sup> La problematica risultava acuita nei casi di detenzione transfrontaliera di azioni dell'emittente, nonché nelle fattispecie di c.d. prestito delle azioni e di deposito dei titoli presso il gestore : cfr. EUROPEAN COMMISSION - INTERNAL MARKET DIRECTORATE GENERAL – *Fostering an appropriate regime for shareholders' rights – Consultation document of the Services of the Internal Market Directorate General*, cit., p. 9 ss, e in particolare p. 10: «While foreign investors usually enjoy the financial rights attached to the shares they invested into (e.g., dividend payments), it is unclear how, with a chain of intermediaries between themselves and issuers, they should and could assert their rights in relation to the votes attached to the shares to the exclusion of other holders in the chain of intermediaries. Numerous intermediaries, depending of the applicable laws in the jurisdictions in which they hold accounts, could be entitled to control the voting

cui operare detta verifica. In particolare veniva proposta la definizione del soggetto cui attribuire il diritto di voto, quale «the last natural or legal person holding a securities account in the “chain” of intermediaries and who is not a securities intermediary within the European securities holding systems, nor a custodian»<sup>(328)</sup>; traspariva inoltre, quale alternativa al c.d. blocco delle azioni nel periodo antecedente la celebrazione dell’adunanza assembleare, il *favor* per i meccanismi di fissazione della c.d. *record date*, che prevedono la registrazione per la partecipazione di coloro che risultano azionisti a una prefissata data anteriore all’assemblea, ma permettono di effettuare trasferimenti (vendita o prestito) di azioni anche successivamente a tale data di registrazione<sup>(329)</sup>.

Il documento, ancora, invitava gli aderenti alla consultazione a esprimersi sul tema dei diritti degli azionisti relativi all’assemblea stessa<sup>(330)</sup>, facendo riferimento non solo ai diritti di seguire i lavori dell’adunanza tramite il mezzo elettronico, ma anche alle forme di partecipazione attiva, sia formulando domande e sottoponendo proposte di delibera, che votando *in absentia*, direttamente (per posta o tramite il mezzo elettronico<sup>(331)</sup>) o indirettamente (a mezzo deleghe di voto, anch’esse

---

right on the shares held in their accounts, leading to potentially cumulating claims. Moreover, in some Member States, the rights of the global custodians or other intermediaries to cast votes on behalf of non-resident shareholders are not recognised. These various elements make it difficult for issuing companies to identify the person or entity controlling the voting rights.». L’identificazione del soggetto cui attribuire il diritto di voto comporta nondimeno dei costi, e non era nemmeno chiaro chi dovesse sopportare detti “costi di autenticazione” (sul punto cfr. *Id.*, p. 13). La necessità di individuare chiaramente il soggetto titolare dei diritti partecipativi sarebbe stata in larga parte condivisa dagli aderenti alla consultazione: cfr. *Synthesis of the Comments on the Consultation Document of the Services of the Internal Market Directorate-General “Fostering an appropriate regime for shareholders’ rights” – A Working Document of DG Internal Market, cit.*, p. 7.

<sup>(328)</sup> Cfr. EUROPEAN COMMISSION - INTERNAL MARKET DIRECTORATE GENERAL – *Fostering an appropriate regime for shareholders’ rights – Consultation document of the Services of the Internal Market Directorate General, cit.*, p. 11. Questa definizione avrebbe suscitato diverse perplessità da parte dei *respondents* alla consultazione: cfr. *Synthesis of the Comments on the Consultation Document of the Services of the Internal Market Directorate-General “Fostering an appropriate regime for shareholders’ rights” – A Working Document of DG Internal Market, cit.*, pp. 5-6.

<sup>(329)</sup> Cfr. EUROPEAN COMMISSION - INTERNAL MARKET DIRECTORATE GENERAL – *Fostering an appropriate regime for shareholders’ rights – Consultation document of the Services of the Internal Market Directorate General, cit.*, p. 17. Secondo la maggioranza dei *respondents* la prassi del prestito delle azioni non necessitava di essere disciplinata dal legislatore comunitario: cfr. *Synthesis of the Comments on the Consultation Document of the Services of the Internal Market Directorate-General “Fostering an appropriate regime for shareholders’ rights” – A Working Document of DG Internal Market, cit.*, p. 8; una larga maggioranza di aderenti alla consultazione avrebbe espresso il proprio favore per il *record date system*, quale alternativa al blocco delle azioni, propendendo per la fissazione di tale data a due o tre giorni antecedenti la celebrazione dell’assemblea (*Id.*, p. 10). Anche la dottrina avrebbe accolto con favore l’introduzione del criterio della data di registrazione: noterà VENTORUZZO M. – *Approvata la direttiva sui diritti degli azionisti: record date e deleghe di voto*, in Riv. Soc. 2007, p. 1182, che la *Record Date Rule* mira a facilitare la partecipazione degli investitori alle assemblee, «eliminando vincoli e requisiti di legittimazione che disincentivano l’esercizio del voto, come potrebbe considerarsi il cosiddetto ‘blocco’ delle azioni consentito dall’art. 2370 c.c.».

<sup>(330)</sup> Cfr. EUROPEAN COMMISSION - INTERNAL MARKET DIRECTORATE GENERAL – *Fostering an appropriate regime for shareholders’ rights – Consultation document of the Services of the Internal Market Directorate General, cit.*, p. 18.

<sup>(331)</sup> Il documento di consultazione conferma la centralità assunta dal mezzo elettronico, quale strumento per il raggiungimento degli obiettivi individuati dal legislatore comunitario; in proposito, merita riportare la citazione delle parole del Commissario Bolkestein, effettuata nella Press Release – *Corporate governance: Commission consults on*

rilasciate tramite il mezzo cartaceo tradizionale o via strumenti elettronici di comunicazione). Veniva in particolare domandato se dovesse essere impedito agli Stati di individuare dei requisiti che si sarebbero tradotti in barriere allo sviluppo di mezzi elettronici di partecipazione <sup>(332)</sup>; si richiedeva quali dovessero essere – stante la necessità di contemperare l’interesse degli azionisti a partecipare e l’esigenza della società di mantenere la governabilità assembleare ed evitare un uso distorto degli strumenti partecipativi – gli *standards* minimi per disciplinare il diritto di porre domande e di aggiungere argomenti all’ordine del giorno <sup>(333)</sup>.

Veniva analizzato infine il tema dell’informazione successiva all’assemblea <sup>(334)</sup>, ponendo quesiti relativi alla pubblicità sugli esiti del voto, alla disponibilità dei verbali delle discussioni, incluse le risposte fornite alle domande dei soci, nonché sulla verificabilità della conformità dei voti espressi dai soggetti delegati, rispetto alle istruzioni ricevute dai loro deleganti – fattispecie quest’ultima estremamente problematica nel caso di detenzione di azioni tramite catene di intermediari, specie qualora il diritto applicabile a questi ultimi non preveda in capo ad essi alcun obbligo di comunicazione o conferma dell’attività svolta <sup>(335)</sup>.

In sintesi, dalle risposte alla prima consultazione emergeva la sostanziale condivisione dell’iniziativa comunitaria sui diritti degli azionisti e sull’introduzione da parte del legislatore

---

*shareholders’ rights, cit.*, p. 1: «we need to say ‘goodbye’ to opacity and communication from the age of the carrier pigeon and ‘good morning’ to modern, electronic, transparent information systems that result in real rights being exercised.».

<sup>(332)</sup> Sul punto, gli aderenti alla consultazione avrebbero approvato la rimozione degli ostacoli all’utilizzo del mezzo elettronico, sottolineando altresì come le previsioni in tema di “partecipazione elettronica” avrebbero dovuto avere natura abilitativa, ovvero offrire – e non imporre – alle società l’opportunità di dotarsi di strumenti partecipativi elettronici, fermo restando che l’assemblea tradizionale non avrebbe dovuto essere sostituita da una riunione “virtuale” cfr. *Synthesis of the Comments on the Consultation Document of the Services of the Internal Market Directorate-General “Fostering an appropriate regime for shareholders’ rights” – A Working Document of DG Internal Market, cit.*, p. 10.

<sup>(333)</sup> Per una sintesi dei suggerimenti, estremamente variegati, contenuti nelle risposte alla consultazione, si rinvia a *Synthesis of the Comments on the Consultation Document of the Services of the Internal Market Directorate-General “Fostering an appropriate regime for shareholders’ rights” – A Working Document of DG Internal Market, cit.*, pp. 11-12.

<sup>(334)</sup> Cfr. EUROPEAN COMMISSION - INTERNAL MARKET DIRECTORATE GENERAL – *Fostering an appropriate regime for shareholders’ rights – Consultation document of the Services of the Internal Market Directorate General, cit.*, p. 21.

<sup>(335)</sup> Le risposte in tema di informazione successiva all’assemblea sarebbero state delle più varie, soprattutto relativamente alla conferma di essersi attenuti alle istruzioni di voto ricevute, ritenuta necessaria solo nella forma della conferma automatica del voto effettuato tramite il mezzo elettronico: cfr. *Synthesis of the Comments on the Consultation Document of the Services of the Internal Market Directorate-General “Fostering an appropriate regime for shareholders’ rights” – A Working Document of DG Internal Market, cit.*, p. 13.

europeo di *standards* minimi, prestando però attenzione a evitare la sovrabbondanza legislativa e lasciando piuttosto agli Stati membri la regolamentazione in dettaglio, ove necessaria.

\* \* \*

Il secondo documento di consultazione era principalmente finalizzato alla concreta individuazione degli *standards* minimi per l'esercizio dei diritti degli azionisti – *standards* la cui necessità era stata definitivamente riscontrata nel documento di consultazione – con una particolare attenzione alle problematiche del c.d. *cross-border voting* e delle catene di intermediari <sup>(336)</sup>: in tal senso, veniva innanzitutto proposto il rinvio della disamina sul concetto di «*ultimate investor/acountholder*» e dell'individuazione della relativa definizione, su cui già erano emerse posizioni nettamente distinte in sede di risposte alla prima consultazione, e che peraltro non pareva alla Direzione Generale Mercato Interno e Servizi un prerequisito fondamentale per giungere all'agevolazione dell'esercizio transfrontaliero dei diritti di voto <sup>(337)</sup>; in secondo luogo veniva proposta una disciplina minimale in tema di prestito di azioni e *depository receipts*, che assicurasse la trasparenza relativamente alla sorte dei diritti di voto connessi alle azioni prese in prestito e non

---

<sup>(336)</sup> EUROPEAN COMMISSION – INTERNAL MARKET AND SERVICES DG – *Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights – Second consultation by the Services of the Internal Market Directorate General*, cit., p. 4 sottolineava in proposito come molte legislazioni nazionali in tema di svolgimento dell'assemblea, redatte in un periodo storico in cui gli azionisti erano principalmente persone fisiche residenti nel Paese di emissione delle azioni e aventi rapporti diretti con la società, fossero inadatte a disciplinare fenomeni quali la computerizzazione della detenzione di azioni e gli investimenti in mercati stranieri, un contesto questo in cui spesso non sussiste una relazione diretta tra l'emittente e l'investitore finale; la Commissione rileva peraltro come nella maggior parte dei Paesi membri la percentuale di azioni detenute da azionisti non-residenti superi il 30% del totale, con picchi del 70-80% nei mercati di minori dimensioni.

<sup>(337)</sup> È proprio sul c.d. *ultimate investor*, o *ultimate accountholder* che grava il rischio economico dell'investimento, ma questo soggetto, quando non gli viene addirittura negata la qualifica formale di "socio", spesso costituisce comunque un anello della catena così distante dall'emittente da poter permettere ad altri "anelli intermedi" di esercitare concretamente i diritti di voto connessi alle azioni in sua vece, senza nemmeno curarsi di ottenerne l'autorizzazione che li legittimerebbe: cfr. EUROPEAN COMMISSION – INTERNAL MARKET AND SERVICES DG – *Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights – Second consultation by the Services of the Internal Market Directorate General*, cit., p. 5 ss. In particolare, a p. 7, veniva affermato che «Facilitating the exercise of voting rights would bring added benefit to 'voters' whether these are shareholders or "merely" investors». La Direzione Generale non rinunziava però a sondare il gradimento dei *respondents* sulla definizione di «*ultimate investor/acountholder*» - più semplificata rispetto a quella proposta nel primo documento di consultazione – elaborata da UNIDROIT nel working paper del novembre 2004, ovvero quella di «legal or natural person that holds a securities account for its own account», su cui cfr. p. 6. Sul punto, oltre il 60% dei *respondents* avrebbe concordato nel non considerare l'elaborazione di una definizione di *ultimate investor* quale un prerequisito per la semplificazione del voto transfrontaliero, a fronte del 30% dei contrari; anche la definizione di cui alla bozza UNIDROIT sarebbe stata accolta in misura moderatamente favorevole dalla maggior parte degli aderenti alla consultazione: cfr. *Synthesis of the Comments on the Second Consultation Document of the Internal Market and Services Directorate-General "Fostering an appropriate regime for shareholders' rights"*, cit., pp. 5-6.

esautorasse i titolari dei certificati di deposito dal potere di determinare l'esercizio dei diritti di voto connessi alle azioni custodite dal depositario <sup>(338)</sup>.

La Consultazione esaminava peraltro anche la posizione degli intermediari nel procedimento di voto transfrontaliero <sup>(339)</sup>, proponendo degli *standards* che garantissero al contempo che l'intermediario potesse detenere azioni per conto dei propri clienti, votare su istruzione di questi ultimi, ed eventualmente esprimere un voto disgiunto; l'intermediario registrato come azionista relativamente alle azioni detenute per conto di terzi avrebbe dovuto inoltre procurare di far iscrivere nei libri sociali il proprio *status* di intermediario, pur senza arrivare a dover svelare l'identità dei propri clienti; nei casi, infine, in cui l'investitore finale non fosse stato considerato azionista dalla *lex societatis*, veniva proposto che gli venisse comunque attribuito il diritto di ottenere dall'intermediario una procura (o a sua volta una delega: c.d. *power of attorney*) che gli consentisse di partecipare, prendere la parola e votare in assemblea come un qualsiasi azionista <sup>(340)</sup>.

Quanto alla fase antecedente alla celebrazione assembleare, il documento proponeva l'introduzione di *standards* informativi minimi che garantissero agli azionisti di effettuare decisioni informate indipendentemente dal luogo di residenza <sup>(341)</sup>. In particolare, necessitava di essere individuato il numero minimo di giorni entro cui dare avviso della convocazione assembleare, in modo da consentire agli investitori di esercitare i propri diritti – quali quelli di porre domande,

---

<sup>(338)</sup> Cfr. EUROPEAN COMMISSION – INTERNAL MARKET AND SERVICES DG – *Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights – Second consultation by the Services of the Internal Market Directorate General*, cit., pp. 7-8. Tra le risposte più interessanti pubblicate nella sintesi dei commenti – sul punto largamente positivi – alla consultazione, merita di essere segnalata quella che proponeva di differire il pagamento dei dividendi rispetto alla celebrazione dell'assemblea generale, così da rendere meno attraente il prestito delle azioni in concomitanza con l'assemblea e ridurre drasticamente gli abusi: cfr. *Synthesis of the Comments on the Second Consultation Document of the Internal Market and Services Directorate-General "Fostering an appropriate regime for shareholders' rights"*, cit., p. 6 ss, e in particolare p. 7.

<sup>(339)</sup> Cfr. EUROPEAN COMMISSION – INTERNAL MARKET AND SERVICES DG – *Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights – Second consultation by the Services of the Internal Market Directorate General*, cit., p. 16 ss. Per la definizione di intermediario, il Documento proponeva l'adozione della definizione coniata da UNIDROIT nel Working Paper del novembre 2003, ovvero quella di «legal or natural person who, as a part of a regular activity, maintains securities accounts for the account of other legal or natural persons», oltre agli eventuali titoli detenuti per proprio conto.

<sup>(340)</sup> Per la sintesi delle risposte relative al tema in oggetto, cfr. *Synthesis of the Comments on the Second Consultation Document of the Internal Market and Services Directorate-General "Fostering an appropriate regime for shareholders' rights"*, cit., p. 19 ss. In particolare (*Id.*, p. 21) sarebbe stata segnalata la necessità di prevedere un dovere (e non il diritto) da parte dell'intermediario di votare secondo le istruzioni ricevute dal cliente. Le opinioni si sarebbero mostrate comunque divergenti relativamente all'opportunità di prevedere la necessità che l'intermediario votasse solo in presenza di espresse istruzioni di voto, o in alternativa di contemplare un'autorizzazione generale ad agire nell'interesse dei clienti.

<sup>(341)</sup> Cfr. EUROPEAN COMMISSION – INTERNAL MARKET AND SERVICES DG – *Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights – Second consultation by the Services of the Internal Market Directorate General*, cit., p. 9 ss.

integrare l'ordine del giorno o presentare proposte di delibera – e naturalmente tali da esprimere un voto ponderato, eventualmente anche *in absentia*, tenendo inoltre conto della possibilità che vengano conferite delle istruzioni di voto, scelte queste che inevitabilmente comportano una dilatazione dei tempi necessari per votare; l'esercizio effettivo dei diritti degli azionisti andava nondimeno temperato con l'esigenza della società di adottare le proprie delibere in tempi rapidi<sup>(342)</sup>. Doveva essere inoltre determinato il contenuto minimo dell'avviso di convocazione: quanto a tale requisito il Documento rilevava come fosse opportuno ampliare il novero delle informazioni rispetto a quelle già richieste dall'art. 17 della Direttiva Transparency<sup>(343)</sup>, in particolare aggiungendo l'indicazione delle modalità per reperire il testo integrale delle delibere e i relativi documenti allegati, nonché una descrizione delle procedure di voto<sup>(344)</sup>; la Direzione Generale intendeva inoltre proporre l'istituzione di un'apposita sezione nel sito Internet dell'emittente, ove potessero essere agevolmente reperite tutte le informazioni connesse all'assemblea, inclusi i moduli per l'esercizio del diritto di voto a distanza o tramite deleghe<sup>(345)</sup>. Sempre relativamente alla fase

---

<sup>(342)</sup> La proposta di introdurre uno *standard* comunitario sarebbe stata accolta con generale favore, ma le soluzioni in concreto indicate nel documento di consultazione (almeno ventuno giorni prima della convocazione dell'assemblea generale annuale e dieci giorni prima delle altre assemblee) sarebbero state invece bocciate (in particolare, l'obiezione maggiormente significativa sottolineava la complessità dell'oggetto delle assemblee straordinarie: «the business submitted to EGMs often is of strategic importance, so that shareholders need more – not less – time to consider the information provided to them ahead of the meeting.»: cfr. *Synthesis of the Comments on the Second Consultation document of the Internal Market and Services Directorate-General “Fostering an appropriate regime for shareholders’ rights”*, cit., p. 8).

<sup>(343)</sup> La Direttiva Transparency imponeva infatti all'emittente di mettere a disposizione una serie di informazioni e documenti pertinenti alle assemblee generali, ma esclusivamente nel Paese dell'emittente, senza peraltro precisare le modalità e i tempi di pubblicazione. Sotto un altro profilo, la Direttiva Transparency aveva ad oggetto (art. 1) «emittenti i cui valori mobiliari sono già ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato situato o operante all'interno di uno Stato membro.», dunque andava a disciplinare anche società non comunitarie: la Commissione riteneva preferibile normare la materia dei diritti dei soci – con misure che si sarebbero sostanziate in maggiori adempimenti per le società emittenti – con un autonomo provvedimento, anziché introdurre modifiche a detta Direttiva, ritenendo, comprensibilmente, che la generalizzata introduzione di nuovi obblighi per le società si sarebbe tradotta, per gli emittenti stranieri, in una perdita di attrattiva della quotazione presso le Borse Europee. Cfr. in tal senso COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES – *Commission Staff Working Document, Annex to the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the exercise of voting rights by shareholders of companies having their registered office in a Member State and whose shares are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2004/109/EC – Impact Assessment*, cit., p. 26.

<sup>(344)</sup> Contestualmente, il Documento prevedeva l'imposizione in capo alle società dell'obbligo di rendere disponibili le informazioni e i documenti relativi all'assemblea con un congruo preavviso (pari a quindici o dieci giorni lavorativi antecedenti alla celebrazione rispettivamente dell'assemblea annuale e delle altre assemblee degli azionisti) rispetto alla stessa. Per una sintesi delle risposte, in principio largamente favorevoli, ma ricche di suggerimenti e proposte modificative, cfr. *Synthesis of the Comments on the Second Consultation Document of the Internal Market and Services Directorate-General “Fostering an appropriate regime for shareholders’ rights”*, cit., pp. 9-10.

<sup>(345)</sup> Ai sensi dell'art. 6, co. 1, della Direttiva 6/2003 (*Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato)*), pubblicata in GUUE del 12 aprile 2003, L96/16, disponibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:096:0016:0016:IT:PDF>, già trasposta nei Paesi membri (ai sensi dell'art. 18, il termine per la trasposizione era scaduto il 12 ottobre 2004), viene imposto alle società emittenti di far apparire sul proprio sito Internet, per un periodo adeguato, tutte le informazioni privilegiate che esse sono tenute a

preassembleare, veniva sottoposta a pubblica consultazione la proposta di far sì che le società mettessero a disposizione dei propri azionisti – su base volontaria, potendo scegliere di non ottemperare alla disposizione esercitando il c.d. *opt-out* – la traduzione dell’avviso di convocazione e dei documenti e materiali rilevanti per l’assemblea, non solo nella lingua nazionale dell’emittente, ma anche «in another language customary in the sphere of international finance»<sup>(346)</sup>.

Il Documento proponeva inoltre<sup>(347)</sup> l’introduzione di *minimum standards* che al contempo abolissero i meccanismi di blocco delle azioni per il periodo precedente alla celebrazione dell’adunanza, meccanismi che rappresentavano uno dei maggiori ostacoli al voto<sup>(348)</sup>, e attribuissero invece il diritto di voto a coloro che a una data prefissata dal legislatore nazionale (la *record date*) – ovviamente anteriore all’assemblea, benché il più vicino possibile a essa, per ridurre quanto più possibile i fenomeni di dissociazione tra diritto di voto e qualità di azionista<sup>(349)</sup> – fossero stati registrati quali soci.

Relativamente ai diritti connessi alla celebrazione dell’assemblea<sup>(350)</sup>, il documento proponeva in primo luogo la rimozione di ogni ostacolo alla partecipazione dei soci tramite mezzi elettronici – che veniva consentita, ma non ancora imposta alle società, in ragione del prevedibile

---

rendere pubbliche: il Documento rilevava come l’ulteriore requisito dell’istituzione di un’apposita sezione non avrebbe perciò comportato un significativo aggravio dei costi in capo all’emittente.

<sup>(346)</sup> Così EUROPEAN COMMISSION – INTERNAL MARKET AND SERVICES DG – *Fostering an Appropriate Regime for Shareholders’ Rights – Second consultation by the Services of the Internal Market Directorate General*, cit., p. 10. Sul punto, le risposte di cui a *Synthesis of the Comments on the Second Consultation Document of the Internal Market and Services Directorate-General “Fostering an appropriate regime for shareholders’ rights”*, cit., p. 11, sarebbero state di segno opposto. In particolare, i costi sarebbero certamente levitati: la pubblicazione in due lingue avrebbe dovuto essere piuttosto adottata su base volontaria, secondo il meccanismo dell’*opt-in*; la redazione bilingue avrebbe inoltre potuto dar luogo a discrasie e al conseguente problema di determinare quale fosse la versione facente fede.

<sup>(347)</sup> Cfr. EUROPEAN COMMISSION – INTERNAL MARKET AND SERVICES DG – *Fostering an Appropriate Regime for Shareholders’ Rights – Second consultation by the Services of the Internal Market Directorate General*, cit., pp. 11-12. Per una sintesi delle risposte ai quesiti sul tema, cfr. *Synthesis of the Comments on the Second Consultation Document of the Internal Market and Services Directorate-General “Fostering an appropriate regime for shareholders’ rights”*, cit., pp. 11-12.

<sup>(348)</sup> «[...] it appears that many institutional investors will choose not to vote rather than be prevented from selling their shares at any time. Voting is often considered as not being worth the financial risk associated with the immobilization of shares»: così EUROPEAN COMMISSION – INTERNAL MARKET AND SERVICES DG – *Fostering an Appropriate Regime for Shareholders’ Rights – Second consultation by the Services of the Internal Market Directorate General*, cit., p. 11.

<sup>(349)</sup> «The record date should be sufficiently close to the General Meeting, to limit as much as possible the number of persons ‘recorded’ as shareholders on the record date that would no longer be shareholders on the date of the general meeting»: così EUROPEAN COMMISSION – INTERNAL MARKET AND SERVICES DG – *Fostering an Appropriate Regime for Shareholders’ Rights – Second consultation by the Services of the Internal Market Directorate General*, cit., p. 12.

<sup>(350)</sup> Cfr. EUROPEAN COMMISSION – INTERNAL MARKET AND SERVICES DG – *Fostering an Appropriate Regime for Shareholders’ Rights – Second consultation by the Services of the Internal Market Directorate General*, cit., p. 12 ss.

innalzamento dei costi organizzativi che ne deriverebbero, in considerazione degli attuali *standards* tecnologici – di cui avrebbero beneficiato non solo gli azionisti non residenti, ma anche tutti quei soci che semplicemente non avessero potuto partecipare in prima persona <sup>(351)</sup>; in secondo luogo, venivano formalizzati il diritto dei soci di formulare domande, perlomeno per iscritto, e il contestuale dovere della società – compatibilmente con la salvaguardia della riservatezza societaria e nei limiti in cui non venisse compromesso il regolare svolgimento delle assemblee – di rispondere pubblicamente, così che le risposte offerte fossero accessibili a tutti gli azionisti, indipendentemente dallo Stato di residenza <sup>(352)</sup>. In terzo luogo venivano fissate le condizioni per l'esercizio del diritto di aggiungere argomenti all'ordine del giorno e presentare proposte di delibera <sup>(353)</sup>, individuando quello che era ritenuto il più corretto bilanciamento tra diritti partecipativi dei soci ed esigenze di evitare abusi e assicurare il corretto funzionamento assembleare <sup>(354)</sup>.

Sempre relativamente alla celebrazione dell'assemblea, il Secondo Documento di consultazione andava a proporre degli *standards* minimi concernenti l'esercizio del diritto di voto. Veniva in primo luogo ribadita la necessità che gli Stati membri assicurassero la possibilità di

---

<sup>(351)</sup> Oltre l'80% degli aderenti alla consultazione avrebbero accolto la proposta, a fronte di un 7% di contrari, che avrebbero ritenuto lo *standard* non sufficientemente ambizioso: cfr. *Synthesis of the Comments on the Second Consultation Document of the Internal Market and Services Directorate-General "Fostering an appropriate regime for shareholders' rights"*, cit., p. 13.

<sup>(352)</sup> Anche in questo caso, la proposta sarebbe stata accolta dalla maggioranza dei *respondents*, molti dei quali avrebbero però suggerito possibili modifiche di carattere restrittivo allo *standard*, finalizzate principalmente a limitare il rischio di abusi del diritto di porre domande, che avrebbero altrimenti reso ingestibile il meccanismo, e di conseguenza l'assemblea; in particolare sarebbe stata suggerita l'introduzione di una soglia di detenzione minima, e di un termine finale, antecedente di alcuni giorni la celebrazione dell'assemblea, per porre le domande; alcuni dei contrari avrebbero sottolineato la necessità di salvaguardare il principio dell'oralità del dibattito assembleare e la centralità dell'assemblea quale luogo di dibattito, e quindi suggerito che le uniche domande consentite avrebbero dovuto essere quelle poste in assemblea da parte dei soggetti delegati a partecipare e votare: cfr. *Synthesis of the Comments on the Second Consultation Document of the Internal Market and Services Directorate-General "Fostering an appropriate regime for shareholders' rights"*, cit., p. 14. Merita anticipare come la scelta finale del legislatore comunitario di consentire la presentazione di domande per iscritto anticipatamente rispetto all'assemblea vada nella direzione di svuotare ulteriormente di significato l'adunanza degli azionisti, confermando che i principi dell'unitarietà di tempo e spazio sono ormai ineluttabilmente venuti meno, e acuendo la crisi dell'organo nella grande società quotata, perlomeno così come era stato inteso originariamente.

<sup>(353)</sup> Tali condizioni venivano individuate nella detenzione, anche collettiva, di azioni con diritto di voto relativamente all'assemblea pari al 5% del capitale azionario (*share capital*), o pari al valore – ove inferiore – di dieci milioni di Euro. Veniva inoltre precisato come tali diritti dei soci andassero esercitati (EUROPEAN COMMISSION – INTERNAL MARKET AND SERVICES DG – *Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights – Second consultation by the Services of the Internal Market Directorate General*, cit., p. 14) «sufficiently in advance of the date of the General Meeting, to enable other shareholders to receive or have access to the revised agenda or the proposed resolutions ahead of the General Meeting.».

<sup>(354)</sup> Ancora una volta, i *respondents* avrebbero espresso il proprio favore per la misura, ma si sarebbero fortemente divisi quanto all'individuazione della soglia di detenzione: cfr. *Synthesis of the Comments on the Second Consultation Document of the Internal Market and Services Directorate-General "Fostering an appropriate regime for shareholders' rights"*, cit., p. 15.

esercitare il voto *in absentia*, in prima persona, sia attraverso i mezzi tradizionali che mediante i mezzi elettronici <sup>(355)</sup>. In secondo luogo, veniva affrontato il tema del *proxy voting*, definito quale «the right of a shareholder to appoint another person as his/her proxy to attend the General Meeting and vote in his/her name» <sup>(356)</sup>. Il tema del voto per delega era stato peraltro affrontato dalla Direttiva Transparency, ma questa ne demandava semplicemente la disciplina al Paese sede dell'emittente: alla luce delle differenti discipline invalse negli Stati membri, talune delle quali particolarmente restrittive, il Documento proponeva che fosse riconosciuto il diritto da parte di ciascun socio di nominare, anche tramite il mezzo elettronico <sup>(357)</sup>, una persona fisica o giuridica (purché dotata di capacità legale) quale delegato a partecipare alle assemblee in sua vece, godendo degli stessi diritti di intervento e di porre domande di cui sarebbe titolare il delegante <sup>(358)</sup>; qualsiasi limitazione relativa alla persona del delegato e al numero di deleghe da questi raccogliibili sarebbe stata ritenuta inammissibile <sup>(359)</sup>; veniva inoltre proposto di vietare alle società emittenti di

---

<sup>(355)</sup> Più precisamente, il Documento (cfr. EUROPEAN COMMISSION – INTERNAL MARKET AND SERVICES DG – *Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights – Second consultation by the Services of the Internal Market Directorate General*, cit., p. 14) richiedeva che gli Stati assicurassero la possibilità di votare «by correspondence», e rimuovessero gli ostacoli – preesistenti, e neppure imponessero requisiti che si sarebbero tradotti in limitazioni – al voto «by electronic means»; veniva peraltro ritenuto prematuro, in ragione dei costi, imporre alle società emittenti di offrire ai propri azionisti la possibilità di voto elettronico; nondimeno si riteneva che l'adozione di questa modalità di voto su base esclusivamente volontaria dovesse essere consentita. Nella *Synthesis of the Comments on the Second Consultation Document of the Internal Market and Services Directorate-General "Fostering an appropriate regime for shareholders' rights"*, cit., p. 16, sarebbe emersa l'indicazione relativa all'inadeguatezza della locuzione "correspondence", la quale propriamente evocava il solo voto postale, e che fosse preferibile affermare la liceità del voto *in absentia* in generale. Tra coloro che si sarebbero opposti allo *standard* proposto merita di essere segnalata la posizione di chi sottolineava come il voto tramite il mezzo elettronico sarebbe stato incompatibile col principio invalso in alcuni Stati membri, secondo cui il voto poteva essere espresso esclusivamente in assemblea, e che fosse invece opportuno promuovere la nomina di delegati attraverso il mezzo elettronico, costituendo il *proxy vote* una valida ed economica alternativa al voto per corrispondenza.

<sup>(356)</sup> Cfr. EUROPEAN COMMISSION – INTERNAL MARKET AND SERVICES DG – *Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights – Second consultation by the Services of the Internal Market Directorate General*, cit., p. 15.

<sup>(357)</sup> L'apertura alle deleghe tramite i mezzi elettronici risultava particolarmente significativa, a fronte della previsione in alcuni Stati membri di condizioni particolarmente limitanti che scoraggiavano l'utilizzo delle deleghe, quali la richiesta della firma del delegante sul modulo di delega, o l'autenticazione notarile.

<sup>(358)</sup> Anche in questo caso si riscontravano nelle legislazioni dei Paesi membri soluzioni particolarmente penalizzanti, che non attribuivano al delegato tutti i diritti di cui era titolare l'azionista. Alcuni *respondents* avrebbero eccepito l'asserita incompatibilità tra diritto di voto disgiunto e diritto di intervento in assemblea; sarebbe stato allora maggiormente opportuno separare diritto di voto (demandato ai delegati) e diritto di intervento (attribuito, a seconda delle opinioni, ad appositi soggetti terzi "rappresentanti" o agli stessi *proxies*, ma solo dietro espressa autorizzazione): cfr. *Synthesis of the Comments on the Second Consultation Document of the Internal Market and Services Directorate-General "Fostering an appropriate regime for shareholders' rights"*, cit., pp. 17-18.

<sup>(359)</sup> Alcuni *respondents* avrebbero suggerito l'introduzione di limitazioni tese a prevenire potenziali conflitti d'interessi dei delegati; altri avrebbero sottolineato come all'assemblea degli azionisti possano partecipare i soli azionisti, con la conseguenza che le deleghe avrebbero dovuto essere rilasciate solo a favore di altri soci: cfr. *Synthesis of the Comments on the Second Consultation Document of the Internal Market and Services Directorate-General "Fostering an appropriate regime for shareholders' rights"*, cit., p. 17.

raccogliere – direttamente, senza incaricare un soggetto terzo indipendente – le deleghe di voto, ritenendo che la possibilità da parte della società di conoscere anticipatamente le indicazioni di voto potesse costituire un *vulnus* ai principi di democrazia azionaria <sup>(360)</sup>. Il DG-Internal Market vagliava anche la possibilità di predisporre un modello comunitario di delega che andasse ad aggiungersi a quelli già invalsi nei Paesi membri <sup>(361)</sup>.

Il Documento trattava infine il tema della messa a disposizione dei soci dei risultati del voto assembleare <sup>(362)</sup>, in particolare proponendo la pubblicazione dettagliata degli esiti dell'adunanza sul sito dell'emittente: soluzione questa che avrebbe consentito un facile accesso a coloro che avevano votato *in absentia*, nonché agli azionisti non residenti <sup>(363)</sup>.

\* \* \*

Il 5 gennaio 2006 la Commissione presentava formalmente la Proposta di Direttiva relativa all'esercizio *dei diritti di voto* da parte degli azionisti di società quotate <sup>(364)</sup>. La Proposta – nella Relazione introduttiva – dopo aver individuato nella partecipazione degli azionisti uno dei

<sup>(360)</sup> La maggioranza dei *respondents* avrebbe però bocciato il divieto, ritenendo insussistente – o trascurabile, a fronte dei costi legati all'esternalizzazione della raccolta delle deleghe – il rischio di un utilizzo distorto del *proxy voting* da parte della società: cfr. *Synthesis of the Comments on the Second Consultation Document of the Internal Market and Services Directorate-General "Fostering an appropriate regime for shareholders' rights"*, cit., p. 18.

<sup>(361)</sup> La proposta avrebbe però incontrato solo il favore della maggioranza relativa dei *respondents*: cfr. *Synthesis of the Comments on the Second Consultation Document of the Internal Market and Services Directorate-General "Fostering an appropriate regime for shareholders' rights"*, cit., pp. 17 e 19.

<sup>(362)</sup> Cfr. EUROPEAN COMMISSION – INTERNAL MARKET AND SERVICES DG – *Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights – Second consultation by the Services of the Internal Market Directorate General*, cit., p. 18.

<sup>(363)</sup> Alcuni dei *respondents* avrebbero suggerito che assieme ai risultati del voto venissero resi disponibili anche i verbali assembleari: cfr. *Synthesis of the Comments on the Second Consultation Document of the Internal Market and Services Directorate-General "Fostering an appropriate regime for shareholders' rights"*, cit., p. 22.

<sup>(364)</sup> COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio, relativa all'esercizio dei diritti di voto da parte degli azionisti di società aventi la sede legale in uno Stato membro e le cui azioni sono ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato e recente modifica della direttiva 2004/109/CE, (presentata dalla Commissione)*, Bruxelles, 5 gennaio 2006, COM(2005)685 definitivo 2005/0265 (COD), disponibile al seguente indirizzo: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2005:0685:FIN:IT:PDF>; la relativa Press Release *Governo societario: proposte della Commissione volte ad agevolare l'esercizio dei diritti degli azionisti all'interno dell'UE*, Bruxelles, 10 gennaio 2006, ref. IP/06/10 è disponibile all'indirizzo Internet <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/06/10&format=HTML&aged=1&language=it&guiLanguage=it>; contestualmente alla Press Release, veniva pubblicato il memorandum *Frequently Asked Questions on shareholders' rights*, Bruxelles, 10 gennaio 2006, ref. MEMO/06/3, disponibile all'indirizzo <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/06/3>; in data 17 febbraio 2006 veniva inoltre reso pubblico il c.d. Impact Assessment: COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Commission Staff Working Document, Annex to the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the exercise of voting rights by shareholders of companies having their registered office in a Member State and whose shares are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2004/109/EC*, cit.

prerequisiti per un governo societario efficace, enumerava i principali ostacoli all'esercizio transfrontaliero del diritto di voto: obbligo di blocco delle azioni; difficile e tardivo accesso alle informazioni concernenti l'assemblea generale; complessità del voto transfrontaliero, in particolare del voto per delega. Conseguentemente, gli obiettivi della proposta erano quelli di abolire tutte le forme di blocco delle azioni e sostituirle con un sistema basato sulla data di registrazione (*record date system*) per determinare il diritto di partecipare all'assemblea e ivi votare; assicurare che tutte le assemblee generali venissero convocate con sufficiente anticipo, e che tutti i documenti ad esse pertinenti fossero disponibili per tempo in modo da consentire agli azionisti di votare con cognizione di causa; agevolare la partecipazione assembleare per via elettronica e il voto *in absentia* (sia a distanza che per delega in bianco o delega vincolata dall'impartizione di istruzioni di voto).

I medesimi concetti venivano sinteticamente trasfusi nei Considerando che anticipavano l'articolato normativo della Proposta di Direttiva <sup>(365)</sup>: in particolare, la finalità della Proposta, di facilitare l'esercizio dei diritti di voto e rendere effettivo il controllo degli azionisti, presupposto questo per un buon governo societario, veniva enunciata nel Terzo Considerando; il Quinto Considerando chiariva come gli azionisti non residenti – ma anche gli azionisti residenti che non avessero potuto partecipare fisicamente all'assemblea – dovessero poter esercitare i propri diritti altrettanto agevolmente che gli azionisti residenti nello Stato ove la società ha la sede legale, e che ogni ostacolo all'accesso alle informazioni pertinenti l'assemblea avrebbe dovuto essere rimosso; nel Sesto Considerando veniva evidenziato come la convocazione dovesse essere comunicata con sufficiente anticipo da consentire a tutti gli azionisti – indipendentemente dal luogo di residenza – di esaminare tutta la documentazione relativa all'assemblea e conseguentemente votare con cognizione di causa; ai soci avrebbe dovuto essere accordata inoltre la possibilità di porre domande, aggiungere punti all'ordine del giorno e presentare risoluzioni; il medesimo Considerando invocava l'utilizzo delle possibilità offerte dalle tecnologie moderne per consentire un più rapido accesso alle informazioni; il Settimo Considerando, infine, sottolineava l'urgenza della messa a disposizione di una gamma di agili strumenti per il voto *in absentia*, voto che avrebbe dovuto incontrare le sole restrizioni indispensabili per assicurare la sicurezza delle comunicazioni e la verifica dell'identità del votante.

In estrema sintesi, le disposizioni principali contenute nella Proposta erano le seguenti: le assemblee generali avrebbero dovuto essere convocate con un preavviso minimo di un mese;

---

<sup>(365)</sup> Si trattava di soli nove Considerando – tra cui solo i nr. 3, 5, 6 e 7 contenevano specifiche dichiarazioni a carattere programmatico – a fronte dei quindici, molto più analitici, di cui al testo definitivo della Direttiva.

l'avviso di convocazione avrebbe dovuto contenere tutte le informazioni necessarie; tutte le informazioni pertinenti all'assemblea avrebbero dovuto essere rese disponibili al più tardi alla data di convocazione ed essere pubblicate sul sito Internet dell'emittente. Veniva inoltre definitivamente abolito il meccanismo di blocco delle azioni, a favore di un sistema basato sull'individuazione da parte di ciascuno Stato membro, nel limite di trenta giorni solari anteriori all'assemblea, di una data di registrazione. La Proposta poneva in capo a tutti i soci, anche non residenti, il diritto di porre domande; il diritto di iscrivere punti all'ordine del giorno e presentare risoluzioni sarebbe stato invece accordato a tutti i soci che avessero rappresentato una partecipazione minima non superiore al 5%. Il ricorso al voto per delega risultava semplificato; lo stesso concetto di delega veniva utilizzato in un'accezione lata, così da poter avere ad oggetto tutti i diritti degli azionisti relativi all'assemblea<sup>(366)</sup>; la Proposta permetteva il voto disgiunto così da rendere effettiva la possibilità che un solo soggetto delegato ricevesse deleghe da parte di più azionisti. Consentiva inoltre il voto tramite mezzi elettronici, pur continuando a ritenere il voto per corrispondenza la soluzione più semplice ed economica<sup>(367)</sup>. I risultati delle votazioni avrebbero dovuto infine essere resi accessibili a tutti gli azionisti, e pubblicati sul sito Internet dell'emittente.

Rispetto a quello che sarebbe stato il testo definitivo della Direttiva, la Proposta si differenziava in particolare, sul piano sostanziale, per i seguenti elementi: l'assenza di indicazioni sullo Stato competente a disciplinare le materie oggetto della Direttiva, che l'art. 1, par. 2 della Direttiva avrebbe poi individuato nello Stato della sede legale; il richiamo (art. 2) alla definizione di «azionista» di cui alla Direttiva Transparency, che l'art. 2, lett. b) della Direttiva avrebbe invece demandato alla legge applicabile; la previsione (art. 5) di un termine più ampio, pari a trenta giorni di calendario (a fronte della definitiva opzione per un termine di preavviso pari a ventuno giorni; quattordici nelle ipotesi, non contemplate nella Proposta, di «convocazione abbreviata») per la pubblicazione dell'avviso di convocazione; la mancata obbligatorietà, nell'avviso di convocazione, dell'indicazione della *record date* (richiesta invece dall'art. 5, par. 3, lett. c) della Direttiva), nonché

---

<sup>(366)</sup> Cfr. COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio, relativa all'esercizio dei diritti di voto da parte degli azionisti di società aventi la sede legale in uno Stato membro e le cui azioni sono ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato e recente modifica della direttiva 2004/109/CE (presentata dalla Commissione), cit., p. 5.*

<sup>(367)</sup> Il commento all'art. 12 (peraltro allora rubricato «Voto a distanza») sottolineava infatti che «Qualora gli azionisti detengano azioni nominative e siano noti alla società, la soluzione più semplice ed economica per votare resta il voto per corrispondenza. Tali azionisti dovrebbero pertanto avere questa possibilità, ferma restando la facoltà degli emittenti di continuare ad offrire inoltre la possibilità di voto elettronico, via Internet o in altro modo»: così COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio, relativa all'esercizio dei diritti di voto da parte degli azionisti di società aventi la sede legale in uno Stato membro e le cui azioni sono ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato e recente modifica della direttiva 2004/109/CE (presentata dalla Commissione), cit., p. 7.*

l'assenza della previsione (contenuta invece nell'art. 5, par. 4, co. 1, lett. d) della Direttiva) che avrebbe richiesto la pubblicazione da parte della società di un commento su ciascun punto all'ordine del giorno proposto all'assemblea; la previsione (art. 6, par. 2) di una soglia alternativa per esercitare il diritto di aggiungere punti all'ordine del giorno (l'indicazione della detenzione di una partecipazione pari al valore nominale di dieci milioni di Euro sarebbe stata poi espunta dal testo definitivo); la versione definitiva dell'art. 6 avrebbe consentito inoltre la possibilità di presentare proposte di delibera su punti che già figurassero all'ordine del giorno, ma avrebbe anche introdotto la possibilità per l'emittente di limitare l'esercizio dei diritti all'assemblea annuale, ove fosse contemplato il diritto di ottenere la convocazione di un'apposita assemblea; non demandava inoltre agli Stati (come avrebbe previsto l'art. 6, par. 3 della Direttiva) la precisa fissazione del termine per esercitare i diritti in questione, limitandosi a prevedere (art. 6, par. 3) che tali diritti venissero esercitati «con sufficiente anticipo rispetto alla data dell'assemblea»; non recava all'art. 10 la specifica indicazione delle limitazioni al voto per delega introducibili dagli Stati membri (come invece indica l'art. 10, par. 3, co. 1), né poneva espressamente in capo al soggetto delegato l'obbligo di votare conformemente alle istruzioni ricevute (come prevede l'art. 10, par. 4 della Direttiva); non prevedeva che le disposizioni di cui all'art. 11 fossero applicabili, in quanto compatibili, anche al caso di revoca della designazione (come invece prevede l'art. 11, co. 3 della Direttiva); la formulazione dell'art. 13 era differente (a partire dalla rubrica «Voto sulla base di istruzioni») e prendeva in esame fattispecie poi espunte dal testo definitivo, quali la detenzione di valori mobiliari in conti collettivi da parte dell'intermediario, mentre non prevedeva la possibilità che la *lex societatis* richiedesse all'intermediario riconosciuto come azionista la comunicazione dell'identità dei clienti per conto dei quali era esercitato il diritto di voto (come prevede l'attuale art. 13, par. 2). Il testo del gennaio 2006, ancora, non contemplava all'art. 15 la possibilità una rendicontazione semplificata dell'esito delle votazioni in caso di mancata espressa richiesta di un resoconto dettagliato da parte degli azionisti (come previsto dall'art. 14, par. 1, co. 2 della Direttiva); la Proposta prevedeva infine, con l'intento di evitare la duplicazione di disposizioni aventi lo stesso oggetto<sup>(368)</sup>, la modifica dell'art. 17 della Direttiva Transparency (l'articolo sarebbe stato poi espunto nel testo finale della Direttiva).

\* \* \*

---

<sup>(368)</sup> Cfr. COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio, relativa all'esercizio dei diritti di voto da parte degli azionisti di società aventi la sede legale in uno Stato membro e le cui azioni sono ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato e recente modifica della direttiva 2004/109/CE (presentata dalla Commissione), cit.*, p. 8; cfr. anche il Nono Considerando, p. 12.

Il 31 gennaio 2006 il Consiglio consultava il Comitato economico e sociale europeo in merito alla Proposta, ottenendone l'approvazione in data 13 settembre 2006<sup>(369)</sup>; il 15 febbraio 2007 sia il Consiglio dei Ministri che il Parlamento europeo – con il (prevedibile) plauso della Commissione<sup>(370)</sup> – approvavano in prima lettura la Proposta di Direttiva<sup>(371)</sup>.

Il 30 aprile 2007 la Commissione pubblicava un terzo Documento di Consultazione concernente una possibile Raccomandazione sul tema dei diritti degli azionisti, la quale avrebbe dovuto assumere una funzione complementare rispetto all'emananda Direttiva<sup>(372)</sup>. Il Documento in particolare intendeva recuperare la disamina di alcune problematiche emerse nei precedenti Documenti di consultazione in materia di diritti degli azionisti, ma accantonate dalla Proposta di Direttiva: i quesiti riguardavano la traduzione dell'avviso di convocazione e dei documenti relativi all'assemblea, la possibilità di limitare l'esercizio del diritto di voto dei depositari relativamente alle

<sup>(369)</sup> Cfr. COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO – *Parere del Comitato economico e sociale europeo in merito alla Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa all'esercizio dei diritti di voto da parte degli azionisti di società aventi la sede legale in uno Stato membro e le cui azioni sono ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato e recante modifica della direttiva 2004/109/CE*, Bruxelles, 13 settembre 2006, COM(2005)685 def. – 2005/0265(COD), ref. 2006/C 318/06, pubblicato in GUUE C318/42 del 23.12.2006 e disponibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2006:318:0042:0044:IT:PDF>. Il CESE, nell'accogliere a larga maggioranza la Proposta di Direttiva, sottolineava, *sub par. 2.1*, che «La recente ondata di scandali europei e americani legati al malgoverno societario evidenzia l'esigenza di incoraggiare gli azionisti a svolgere un ruolo più attivo attraverso l'esercizio del diritto di voto nelle assemblee generali.», e a fronte di tale esigenza (*sub par. 3.1*, p. 43) «Non vi è alcuna garanzia che il mercato provvederà con sufficiente rapidità a migliorare i diritti degli azionisti»; il Comitato si dichiarava in particolare (*sub par. 1.7*, p. 42) favorevole all'idea che gli Stati membri potessero fissare un'unica data, che preceda di un determinato numero di giorni l'assemblea generale, e sollevare la società dall'obbligo di rispondere alle domande presentate dopo tale termine, e auspicava addirittura (*sub par. 1.8*, p. 42) che le disposizioni riguardanti le informazioni da mettere a disposizione dei soci prima dell'assemblea venissero ulteriormente rafforzate, in quanto le maggiori difficoltà per gli azionisti transfrontalieri nel reperire le informazioni relative alle assemblee ed esercitare il conseguente voto si traducevano in maggiori costi e rappresentavano quindi (*sub par. 5.3*, p. 44) esempi di distorsioni del mercato che andavano necessariamente rimossi. Il CESE rilevava infine (*sub par. 5.8*, p. 44) che «Il testo della Commissione non affronta specificamente il problema delle cosiddette "azioni al portatore": con i detentori di tali azioni, la comunicazione avviene essenzialmente attraverso la pubblicazione di avvisi sulla stampa. Il CESE ritiene che la comunicazione elettronica sia uno strumento più moderno, rapido e sicuramente più economico.».

<sup>(370)</sup> Nell'occasione, Charlie McCreevy, Commissario europeo per il Mercato Interno e i Servizi (2004-2010), così pragmaticamente e sobriamente – senza fare riferimenti all'idoneità delle misure proposte a rinvigorire l'attivismo da parte dell'azionariato – sintetizzava le problematiche cui la proposta di Direttiva intendeva porre rimedio: «Shareholders so far do not receive the information on general meetings in time, they cannot trade their shares for a certain time period ahead of the meeting if they want to vote and they often would have to go in person to general meetings, even if these meetings take place in another Member State, as there are no effective rules on representation and distant voting. This agreement moves us one step further towards our goal which is to ensure that shareholders, no matter where in the EU they reside, have timely access to complete information and simple means to exercise certain rights – notably voting rights – at a distance.» (cfr. *Commissioner Charlie McCreevy welcomes European Parliament vote on Shareholder Voting Rights in first reading*, Press Release, Brussels, 15 February 2007, ref. IP/07/193, disponibile all'indirizzo [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-07-193\\_en.htm?locale=en](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-07-193_en.htm?locale=en), p. 1).

<sup>(371)</sup> Lo confermerà la Press Release del 12 giugno 2007: cfr. la n. 377.

<sup>(372)</sup> EUROPEAN COMMISSION – INTERNAL MARKET AND SERVICES DG – *Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights – Third consultation document of the Services of the Directorate General Internal Market and Services*, cit.

azioni da essi detenute per conto degli investitori finali (qualora non avessero ricevuto espresse istruzioni da parte di questi ultimi), la trasparenza relativamente alla pratica del prestito di azioni<sup>(373)</sup>, i doveri degli intermediari relativamente alle operazioni di voto<sup>(374)</sup>, e l'esercizio di voto da parte delle società d'investimento collettivo (*management companies of investment schemes*). Le proposte di cui alla Consultazione sarebbero state accolte tendenzialmente con favore dai *respondents*<sup>(375)</sup>, soprattutto ove prevedevano un irrobustimento dei doveri di trasparenza da parte degli intermediari, nel delicato ambito del voto transfrontaliero, caratterizzato da catene di intermediari<sup>(376)</sup>.

Il 12 giugno 2007 veniva infine pubblicata la Press Release che annunciava la formale adozione della Direttiva sui diritti degli azionisti<sup>(377)</sup>.

## 1.2. L'esercizio di alcuni diritti dei soci nella Direttiva Shareholders' Rights

La disamina d'insieme dei documenti comunitari ad ora considerati permette in primo luogo di affermare che la riscrittura delle regole di governo societario è stata percepita come un'esigenza prioritaria da parte di tutti gli attori sulla scena europea. In secondo luogo, più specificamente,

---

<sup>(373)</sup> A tal data il prestito di azioni risultava disciplinato esclusivamente in via pattizia e dai codici di *best practices*.

<sup>(374)</sup> Sul tema si era espressa, formulando una proposta per l'implementazione dei doveri degli intermediari, PARLAMENTO EUROPEO – COMMISSIONE PER I PROBLEMI ECONOMICI E MONETARI – *Parere della commissione per i problemi economici e monetari, destinato alla commissione giuridica, sulla proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa all'esercizio dei diritti di voto da parte degli azionisti di società aventi la sede legale in uno Stato membro e le cui azioni sono ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato e recante modifica della direttiva 2004/109/CE, (COM(2005)0685 – C6-0003/2006 – 2005/0265(COD))*, 27 novembre 2006, ref.: 2006/0265(COD), disponibile all'indirizzo <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+COMPARL+PE-371.848+02+DOC+PDF+V0//IT&language=IT> (cfr. in particolare gli Emendamenti 53 e 54, p. 32).

<sup>(375)</sup> Ai sensi del documento *Synthesis of the Comments on the Third Consultation Document of the Internal Market and Services Directorate-General "Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights"*, cit., p. 4 ss., la proposta di un intervento comunitario che raccomandasse la pubblicazione dell'avviso di comunicazione e dei documenti almeno in una lingua ulteriore, oltre a quella nazionale dell'emittente, avrebbe incontrato molte perplessità da parte dei *respondents*, in particolare in ragione dei costi sproporzionati rispetto all'obiettivo perseguito, e a motivo del rischio di discrepanze fra le varie traduzioni dei documenti in questione. Anche in materia di prestito di azioni, la maggioranza degli aderenti alla Consultazione avrebbe bocciato (*Id.*, p. 7) la previsione secondo cui chi avesse preso a prestito le azioni avrebbe potuto votare esclusivamente su istruzioni di voto del "vero" azionista; molti inoltre, nell'auspicare che la materia venisse disciplinata a livello comunitario, sottolineavano come lo *stock lending* si prestasse ad abusi finalizzati a influenzare le decisioni assembleari, in spregio alla democrazia azionaria.

<sup>(376)</sup> Cfr. *Synthesis of the Comments on the Third Consultation Document of the Internal Market and Services Directorate-General "Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights"*, cit., p. 10 ss.

<sup>(377)</sup> Trattasi della Press Release *Corporate governance: Directive on shareholders' right formally adopted*, Brussels, 12 June 2007, ref. IP/07/800, disponibile alla seguente pagina Internet: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/07/800&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>.

nonostante l'*iter* che avrebbe portato alla Direttiva *Shareholders' Rights* fosse stato scandito da numerose tappe, si delinea il quadro di un orientamento organico, sviluppatosi a livello istituzionale in seno all'High Level Group of Company Law Experts, e ampiamente condiviso a tutti i livelli dalle istituzioni comunitarie e dagli operatori privati, sia all'interno che all'esterno dell'Unione. Il ragionamento sviluppatosi nel lustro 2001-2006 e andato via via a tradursi nell'elaborazione di regole positive sempre più dettagliate fino a culminare nella Direttiva sui diritti degli azionisti, rappresentava infatti – nonostante la progressiva espunzione di alcune tematiche, per incentrare infine l'intervento legislativo sui soli diritti esercitabili dai soci in relazione all'assemblea – un *continuum* sostanzialmente omogeneo, ruotante attorno al principio cardine secondo cui «La partecipazione degli azionisti è una condizione fondamentale per un efficace governo societario»<sup>(378)</sup>, e deve perciò essere promossa: una maggior partecipazione condurrebbe infatti – sia pure, per quanto concerne l'ordinamento italiano, nel rispetto del quadro disegnato dalla riforma del 2003-2004, che ha dettato una rigida ripartizione delle competenze tra l'organo amministrativo e l'assemblea dei soci, limitando fortemente le prerogative gestorie di quest'ultima<sup>(379)</sup> – a una rinnovata vitalità dell'organo assembleare e alla possibilità di influire indirettamente sulla gestione, contribuendo a innalzarne il “livello qualitativo”. È infatti ben vero che la partecipazione dei soci può influire direttamente, nei limiti in cui ciò sia consentito dalle dinamiche assembleari e dei principi che le governano, *in primis* il principio di maggioranza, sulle sole decisioni assembleari e non sulle scelte gestorie strettamente intese, le quali dal 2003 sono appannaggio esclusivo dell'organo amministrativo, ma è altrettanto vero che un'assemblea maggiormente attiva può assicurare un più attento scrutinio dell'attività degli amministratori, oltre naturalmente a promuoverne un fisiologico *self restraint*, traducendosi nell'adozione di scelte maggiormente ponderate<sup>(380)</sup>.

---

<sup>(378)</sup> Sono queste le parole testuali con cui si apre la Relazione accompagnatoria della Proposta di Direttiva: cfr. COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio, relativa all'esercizio dei diritti di voto da parte degli azionisti di società aventi la sede legale in uno Stato membro e le cui azioni sono ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato e recente modifica della direttiva 2004/109/CE (presentata dalla Commissione)*, p. 2.

<sup>(379)</sup> Cfr., *supra*, par. 1.2.3.

<sup>(380)</sup> Il Commissario al Mercato Interno e Servizi Charlie McCreevy, in occasione della presentazione della Proposta di Direttiva del gennaio 2006, si era pronunciato nei seguenti termini: «Gli azionisti, ovunque essi si trovino all'interno dell'Unione europea, devono essere in grado di ottenere per tempo le informazioni pertinenti e di votare senza incontrare ostacoli inutili. In caso contrario, essi non possono esercitare correttamente la loro influenza e assicurarsi che i dirigenti agiscano nel loro migliore interesse.» (cfr. *Governo societario: proposte della Commissione volte ad agevolare l'esercizio dei diritti degli azionisti all'interno dell'UE*, cit., p. 1).

L'abbandono dell'atteggiamento cronicamente apatico che praticamente sin dall'origine aveva contraddistinto la figura degli azionisti piccoli e medio piccoli di società per azioni, specie se quotate, avrebbe potuto essere favorito accordando agli investitori, grazie anche all'ausilio offerto dalle moderne tecnologie, una maggiore trasparenza e semplificazione procedurale, nonché diritti più penetranti <sup>(381)</sup>.

#### a) Linee politico-programmatiche della Direttiva

Come già anticipato, l'11 luglio 2007 entrava in vigore la Direttiva 2007/36/CE, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate <sup>(382)</sup>: nei Considerando introduttivi, anteposti all'articolato normativo – la cui importanza è fondamentale sia in chiave sistematica, in quanto consentono di cogliere la posizione politico-programmatica della Commissione, sia perché essi fungono da strumento interpretativo di natura teleologica del testo della Direttiva – viene puntualmente esposto il ragionamento sviluppato nei lavori preparatori.

In particolare, il Terzo Considerando afferma che il «controllo effettivo degli azionisti è una condizione preliminare per un buon governo societario e dovrebbe quindi essere agevolato e incoraggiato»<sup>(383)</sup>; tale asserzione è pienamente coerente con gli obiettivi individuati dall'*Action Plan* della Commissione e richiamati espressamente dal Primo Considerando, ovvero il rafforzamento dei diritti degli azionisti delle società quotate e la risoluzione delle problematiche connesse all'esercizio transfrontaliero dei diritti di voto; il Secondo Considerando precisa come la strategia delineata dalla Commissione avesse ricevuto il pieno sostegno del Parlamento europeo

---

<sup>(381)</sup> «Il potenziamento del grado di consapevolezza preassembleare (o comunque la concreta possibilità di acquisirlo, accedendo agevolmente ad un'informazione esaustiva e disponibile) dovrebbe alimentare l'innescio di un circolo virtuoso»: così PEDERZINI E. – *L'assemblea telematica di società quotate "fra mito e realtà"*, in L. Foffani, M.C. Fregni, R. Lambertini (a cura di), *Liber Amicorum per Massimo Bione*, Milano, Giuffrè, 2011, p. 492; cfr. anche GUERRIERI G. – *Il recepimento della direttiva shareholders'rights: il legislatore scommette ancora sulla voce degli azionisti (di società quotate)*, in G. Guerrieri (a cura di), *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti*, commentario, Le Nuove Leggi Civili Commentate, 2011, p. 508, secondo cui la Direttiva «rappresenta l'ennesimo tentativo del nostro legislatore di rivitalizzare l'assemblea di società per azioni, scommettendo sull'esercizio, da parte degli azionisti [...] dei propri diritti di voce: finalità già perseguita a più riprese nel passato, senza pervenire, per la verità, a risultati particolarmente soddisfacenti».

<sup>(382)</sup> *Direttiva 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'11 luglio 2007 relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, pubblicata in GUUE L 184/17 del 14.07.2007, disponibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2007:184:0017:0024:it:PDF>.

<sup>(383)</sup> Il Quarto Considerando chiarisce come la legislazione comunitaria vigente (e in particolare le Direttive 2001/34/CE sull'ammissione di valori mobiliari alla quotazione e sulla relativa informazione, e 2004/109/CE sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza, c.d. Direttiva *Transparency*) non fosse idonea a raggiungere gli obiettivi individuati dalla Commissione; il Considerando circoscrive altresì l'ambito di applicazione della Direttiva ai soli diritti conferiti da azioni con diritto di voto, rimettendo invece agli Stati membri la possibilità di estendere l'applicazione di tali norme anche alle azioni senza diritto di voto, nella misura in cui queste azioni non godessero già di siffatto regime.

<sup>(384)</sup>: il rafforzamento dei diritti degli azionisti avrebbe dovuto realizzarsi tramite l'estensione delle norme in tema di trasparenza, l'esercizio del diritto di voto per delega, la possibilità di partecipazione tramite mezzi elettronici e garantendo l'esercizio transfrontaliero del diritto di voto.

Il principio di effettiva parità degli azionisti è oggetto del Terzo e del Quinto Considerando: il Terzo Considerando sottolinea come tutti i detentori di azioni con diritto di voto debbano essere posti in grado di esercitare effettivamente i propri diritti, e a tal fine propugna l'eliminazione degli ostacoli che dissuadono gli azionisti dal votare (tra cui individua espressamente il meccanismo di blocco delle azioni nel periodo antecedente alle assemblee) <sup>(385)</sup>; il precetto viene poi integrato dal Quinto Considerando, ove si ribadisce come debba essere consentito l'effettivo esercizio dei propri diritti anche a coloro che non risiedono nel Paese di costituzione della società – trattasi di soggetti che detengono in aggregato partecipazioni sempre più significative delle società quotate europee – e si sottolinea la conseguente necessità di rimuovere gli ostacoli all'accesso alle informazioni rilevanti e all'esercizio del diritto di voto *in absentia*, che penalizzano la partecipazione degli azionisti non residenti.

I successivi Considerando contengono indicazioni sulla pratica declinazione dei precetti normativi generali appena elencati. Quanto alla fase preassembleare, i Considerando da 6 a 8 concernono i diritti informativi e le possibilità di influenzare il contenuto definitivo dell'ordine del giorno: più in dettaglio, il Sesto Considerando afferma la necessità che la convocazione assembleare avvenga con sufficiente anticipo, così da consentire agli interessati di esaminare la documentazione e organizzarsi in modo da arrivare ad esprimere un voto informato; il Settimo e l'Ottavo Considerando enunciano rispettivamente il diritto di iscrivere punti all'ordine del giorno o presentare proposte di delibera, e il diritto di porre domande e ricevere risposte. L'assemblea e il diritto di voto sono oggetto dei Considerando da 9 a 12: in particolare, il Nono Considerando legittima la generale impiegabilità dei mezzi elettronici di partecipazione all'assemblea e di esercizio del voto, mentre il Decimo Considerando propugna l'eliminazione degli ostacoli al voto per delega, fatte salve le misure finalizzate a prevenire eventuali abusi da parte del rappresentante <sup>(386)</sup>. Quanto alla fase successiva alla celebrazione dell'assemblea, il Tredicesimo Considerando

---

<sup>(384)</sup> Si tratta della Risoluzione del 21 aprile, 2004, su cui cfr. *supra*, par. 2.1.1., c).

<sup>(385)</sup> Il Terzo Considerando, p. 17, precisa inoltre che la materia delle quote emesse dagli organismi di investimento collettivo esula dall'ambito di applicazione della Direttiva, e che la legislazione comunitaria vigente in materia rimane perciò impregiudicata.

<sup>(386)</sup> L'Undicesimo Considerando rinvia all'emissione di una futura Raccomandazione la disciplina del voto tramite catene di intermediari, e in particolare la soluzione della problematica riguardante la conformità del voto esercitato,

sostiene che i risultati delle votazioni dovrebbero essere resi pubblici, perlomeno pubblicandoli sul sito Internet della società.

b) Gli *enhanced shareholders' rights*

Poste le premesse per una lettura consapevole del testo della Direttiva, è giunto finalmente il momento di prenderne in esame l'articolato normativo. Le pagine che seguono non intendono naturalmente costituire una parafrasi della disciplina comunitaria in tema di diritti degli azionisti, né effettuare un puntuale commento interpretativo articolo per articolo, opera questa che andrebbe oltre l'oggetto del presente lavoro: prima di procedere ad un'analisi critica dell'impostazione dettata dal legislatore di Bruxelles appare nondimeno opportuno, senza alcuna velleità di esaustività, offrire un'agile visione d'insieme del testo, sottolineandone le principali peculiarità.

Nel Capo I, rubricato «Disposizioni generali», vengono definiti (art. 1) oggetto e ambito di applicazione della Direttiva – ovvero l'esercizio dei diritti partecipativi conferiti da azioni dotate di diritto di voto in relazione alle assemblee di società quotate aventi la sede legale in uno Stato membro – ed è individuato, nello Stato membro in cui la società ha la sede legale, il Paese competente a darvi applicazione <sup>(387)</sup>; viene inoltre sottolineato (art. 3) come la Direttiva voglia costituire uno strumento di armonizzazione minima, che non impedisce agli Stati membri di adottare ulteriori misure finalizzate ad agevolare l'esercizio dei diritti che ne sono oggetto, anche tramite l'imposizione di ulteriori obblighi alle società. Merita peraltro di essere menzionato il rinvio operato dall'art. 2, lett. b) alla disciplina nazionale applicabile, per declinare il concetto di «azionista»: la determinazione del soggetto a cui attribuire la titolarità dei diritti sociali – e in particolare, per quanto rileva in questa sede, dei diritti amministrativi – come dimostrato dalle risposte alle consultazioni, appare particolarmente problematica, specie nella fattispecie, tutt'altro che infrequente, di detenzione azionaria, anche transfrontaliera, tramite catene di intermediari; il legislatore comunitario ha dunque finito per astenersi dal dettare una definizione uniforme sul punto

---

rispetto alle istruzioni ricevute; il Dodicesimo Considerando demanda infine alle discipline nazionali la regolamentazione dei tempi di comunicazione dei voti espressi *in absentia*, per corrispondenza o con mezzi elettronici.

<sup>(387)</sup> La norma provvede inoltre a indicare i tipi di società (trattasi di organismi d'investimento collettivo e di società cooperative) che gli Stati membri possono escludere dall'ambito di applicazione della direttiva; sull'esclusione degli organismi d'investimento collettivo cfr. EUROPEAN COMMISSION – INTERNAL MARKET AND SERVICES DG – *Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights – Second consultation by the Services of the Internal Market Directorate General*, cit., p. 5: la proposta di limitazione del campo di applicazione della Direttiva formulata dal DG Internal Market risultava condivisa da circa il 90% dei *respondents* alla seconda consultazione (cfr. in tal senso il documento *Synthesis of the Comments on the Second Consultation Document of the Internal Market and Services Directorate-General "Fostering an appropriate regime for shareholders' rights"*, cit., p. 5).

<sup>(388)</sup> Nel caso di dissociazione tra colui che è riconosciuto come azionista dalla *lex societatis* e il soggetto per il cui conto questi agisca (ovvero l'«investitore ultimo», definito «cliente» dalla Direttiva) si applicano peraltro le disposizioni di cui all'art. 13, che intende semplificare l'esercizio del diritto di voto da parte dell'intermediario; la norma al contempo permette agli intermediari professionali di agire per conto di più clienti ed esercitare (art. 13, par. 4) il voto disgiuntamente; prevede inoltre (art. 13, par. 5) la possibilità che i clienti – o un terzo da essi designato – possano ottenere una delega da parte dell'azionista-intermediario, così da poter partecipare e votare in prima persona. Un'ultima norma di carattere generale è inoltre ospitata al di fuori del Capo I: si tratta (art. 4) dell'enunciazione del principio, cui la società emittente deve attenersi, di parità di trattamento degli azionisti relativamente alla partecipazione e all'esercizio dei diritti di voto in assemblea.

Il successivo Capo II, rubricato «Assemblea degli azionisti» contiene – salvo l'appena citato art. 4 – l'elencazione delle specifiche previsioni in materia di diritti dei soci. In particolare, quanto alla fase preparatoria dell'assemblea (artt. 5-6), l'art. 5 detta la disciplina in materia di informazioni preassembleari: la prima convocazione (par. 1, co. 1) deve generalmente avvenire con almeno ventuno giorni di anticipo rispetto alla data della riunione <sup>(389)</sup>, adottando (par. 2, co. 1) modalità che assicurino un accesso rapido e su base non discriminatoria all'informazione, e utilizzando mezzi di comunicazione che possano ragionevolmente garantire un'effettiva diffusione delle informazioni al pubblico in tutta la Comunità <sup>(390)</sup>; la norma elenca quindi (par. 3) il contenuto minimo della convocazione <sup>(391)</sup>, e prevede (par. 4) che la società – almeno ventuno giorni prima dell'adunanza o entro il minor termine, in caso di convocazione abbreviata – pubblichi sul proprio sito Internet le

---

<sup>(388)</sup> L'art. 2 reca inoltre le definizioni di «mercato regolamentato» e di «delega»: l'elenco di definizioni di cui alla Proposta di Direttiva è stato dunque debitamente riveduto e ridotto.

<sup>(389)</sup> Ai sensi dell'art. 5, par. 1, co. 2, il termine di ventuno giorni è riducibile – per tutte le assemblee a eccezione di quella annuale, e per un periodo che non vada oltre la successiva assemblea annuale – a quattordici giorni, nel caso in cui la società consenta il voto tramite mezzi elettronici e l'assemblea deliberi la riduzione del termine con una maggioranza rafforzata; il successivo co. 3 prevede regole particolari per le convocazioni successive alla prima, nel caso in cui non siano stati aggiunti nuovi punti all'ordine del giorno.

<sup>(390)</sup> Il successivo co. 2 prevede una deroga per il caso in cui la società sia in grado di desumere nomi e indirizzi dei propri soci da un registro aggiornato degli azionisti, e abbia l'obbligo di inviare l'avviso di convocazione a ciascun azionista registrato.

<sup>(391)</sup> La convocazione deve indicare: a) data e luogo dell'assemblea, con relativo ordine del giorno; b) le procedure per poter partecipare all'assemblea e votare (anche con mezzi elettronici o per corrispondenza), nonché i diritti degli azionisti di iscrivere punti all'ordine del giorno, presentare proposte di delibera e porre domande, e i termini entro cui tali diritti possono essere esercitati; c) la *record date*, e la precisazione che solo coloro che risultano azionisti a tale data avranno il diritto di partecipare e votare in assemblea; d) le modalità per reperire il testo integrale delle proposte di delibera e dei documenti relativi all'assemblea; e) l'indirizzo del sito Internet presso cui saranno pubblicate le informazioni utili all'assemblea, di cui al par. 4.

informazioni principali, a beneficio degli azionisti <sup>(392)</sup>. L'art. 6 disciplina il diritto di iscrivere punti (corredati, ai sensi del par. 1, co. 1, lett. a), da una motivazione) all'ordine del giorno dell'assemblea e di presentare proposte di delibera: la fissazione (par. 3) del termine finale per il loro esercizio compete a ciascuno Stato membro <sup>(393)</sup>; gli Stati membri possono inoltre (par. 1, co. 2) limitare tali prerogative alla sola assemblea annuale, a condizione che agli azionisti sia accordato allora, in alternativa, il diritto di far convocare un'apposita assemblea avente a oggetto i punti di cui chiedono la discussione; è altresì possibile (par. 2) fissare per il loro esercizio una soglia di detenzione azionaria minima, che non potrà comunque superare il 5% del capitale <sup>(394)</sup>; viene demandato infine agli Stati (par. 4) il non sempre agile contemperamento tra i diritti di integrare l'ordine del giorno già comunicato e di ricevere con sufficiente anticipo l'informazione dell'avvenuta integrazione <sup>(395)</sup>. La Direttiva non entra dunque nel merito del tema della traduzione

---

<sup>(392)</sup> Le informazioni che devono essere rese disponibili sul sito Internet sono quelle relative a: a) convocazione; b) numero complessivo delle azioni e dei diritti di voto alla data della convocazione; c) i documenti che saranno sottoposti all'assemblea; d) le proposte di delibera, incluse quelle presentate dagli azionisti, o nel caso in cui non sia proposta l'adozione di alcuna delibera, un commento su ciascun punto all'ordine del giorno proposto all'assemblea; e) gli eventuali formulari da utilizzare per il voto per delega e per corrispondenza, o l'indicazione delle modalità per ottenerli in forma cartacea.

<sup>(393)</sup> Più precisamente, il par. 3 prevede la necessaria fissazione di un termine per l'esercizio dei diritti di iscrivere punti all'ordine del giorno, e consente agli Stati di fissare un termine per la presentazione di proposte di delibera su punti che già figurano o figureranno all'ordine del giorno. Il documento EUROPEAN COMMISSION – *List of days provided for according to Article 15 of Directive 2007/36/EC*, in Official Journal of the European Union, 21.10.2010, C 285/1, p. 2, disponibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:285:0001:0005:EN:PDF>, contiene una tavola sinottica delle soluzioni adottate nei singoli Paesi membri relativamente alla fissazione del termine per l'esercizio di tali diritti.

<sup>(394)</sup> Il par. 1, co. 3 prevede anche che gli Stati possano stabilire che l'esercizio di tali diritti venga effettuato per iscritto, sia per corrispondenza che attraverso mezzi elettronici.

<sup>(395)</sup> Il par. 4 recita: «Gli Stati membri assicurano che, qualora l'esercizio del diritto di cui al paragrafo 1, lettera a), comporti una modifica dell'ordine del giorno dell'assemblea già comunicato agli azionisti, la società rende disponibile un ordine del giorno modificato seguendo le stesse modalità utilizzate per l'ordine del giorno precedente, prima della data di registrazione applicabile quale definita nell'articolo 7, paragrafo 2, o, in mancanza di una data di registrazione applicabile, con sufficiente anticipo rispetto alla data dell'assemblea, in modo da consentire agli altri azionisti di designare un rappresentante o, se applicabile, di votare per corrispondenza». Avendo la Direttiva demandato agli Stati membri la fissazione del termine esatto per la convocazione, appare coerente che a questi ultimi spetti anche l'individuazione dei successivi termini intermedi per l'integrazione e la comunicazione agli azionisti dell'ordine del giorno modificato. Nel caso in cui lo Stato non sia tenuto a fare ricorso alla *record date* (trattasi delle fattispecie contemplate dall'art. 7, par. 2, co. 2, in cui le società possono desumere nomi e indirizzi dei loro azionisti da un registro aggiornato degli azionisti alla data dell'assemblea), la società dovrà allora comunicare l'ordine del giorno integrato «con sufficiente anticipo rispetto alla data dell'assemblea»: il ricorso a tale clausola generale (necessitato dall'individuazione di ipotesi di esenzione dall'applicazione della *record date rule*) non appare ottimale, potendo dare adito a incertezze; appare dunque lecito interrogarsi sull'opportunità di aver demandato la disciplina dei termini di convocazione alla discrezione (salva la previsione del limite massimo di ventuno giorni) dei singoli Stati, anziché optare per una disciplina più rigida ma anche più facilmente conoscibile, che determinasse termini omogenei di comunicazione a livello comunitario, in modo da consentire a tutti gli azionisti (anche ai titolari di partecipazioni in società che potrebbero comunque desumere i nominativi dei propri azionisti senza dover necessariamente ricorrere alla *record date*) di emittenti quotati comunitari di conoscere anticipatamente le fasi in cui è scandito l'*iter* di formazione dell'ordine del giorno.

dell'avviso di convocazione e della documentazione preassembleare in una lingua differente rispetto a quella dell'emittente, problematica questa che, come anticipato dal Terzo Documento di consultazione, avrebbe costituito l'oggetto di una successiva Raccomandazione <sup>(396)</sup>.

I seguenti articoli, da 7 a 13, disciplinano la fase assembleare, l'esercizio del diritto di voto e il voto *in absentia*. L'art. 7, concernente i requisiti per partecipare e votare, al par. 2, co. 1 detta la regola della data di registrazione (*record date rule*): salvo casi particolari <sup>(397)</sup>, la titolarità dei diritti partecipativi va determinata a una data, indicata da ciascun Paese membro, che deve succedere di almeno otto giorni la data della convocazione, e non può precedere di oltre trenta giorni quella dell'assemblea <sup>(398)</sup>; il par. 1 prevede (lett. a) ) che i diritti partecipativi non possano essere soggetti a meccanismi di blocco, e detta (lett. b) ) la regola della libera trasferibilità delle partecipazioni anche successivamente alla data di registrazione. L'art. 8 dispone (par. 1) che gli Stati membri debbano consentire qualsiasi forma di partecipazione assembleare con mezzi elettronici <sup>(399)</sup>, senza prevedere alcuna limitazione salvo (par. 2) quelle necessarie e proporzionate allo scopo di identificare gli azionisti e assicurare la sicurezza delle comunicazioni elettroniche; la lettura della norma in combinato disposto con l'art. 12, che legittima il voto per corrispondenza prima dell'assemblea, assoggettando anch'esso ai soli requisiti necessari e proporzionati all'obiettivo di assicurare l'identificazione degli azionisti, permette di desumere il favore del legislatore per il voto

---

<sup>(396)</sup> Cfr. *supra*, par. 2.1.1, lett. d).

<sup>(397)</sup> Si tratta dell'ipotesi contemplata dal già menzionato co. 2 (cfr. n. 395), in cui la società sia in grado di desumere gli estremi dei propri azionisti da un registro degli azionisti aggiornato alla data dell'assemblea. Il legislatore italiano avrebbe peraltro rinunciato a prevedere un meccanismo di identificazione degli azionisti alternativo rispetto a quello basato sulla *record date rule*, in quanto «l'implementazione di un sistema che consenta di ottenere informazioni in tempo reale sulla completa compagine sociale non sembra allo stato attuabile»: così MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE (Dipartimento del tesoro, Direzione IV – Ufficio VI) – *Attuazione della direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, Seconda consultazione, 24 luglio 2009, di cui può essere presa visione alla seguente pagina Internet [http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/regolamentazione\\_bancaria\\_finanziaria/consultazioni\\_pubbliche/DSHR\\_SECONDA\\_CONS\\_24luglio09.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/regolamentazione_bancaria_finanziaria/consultazioni_pubbliche/DSHR_SECONDA_CONS_24luglio09.pdf), p. 7.

<sup>(398)</sup> Questo limite è indicato dal par. 3, che consente anche agli Stati membri di fissare due differenti date di registrazione per le azioni nominative e al portatore, fermo restando che alle società che hanno emesso azioni di entrambe le categorie andrà comunque applicata un'unica data di registrazione. I termini possono essere ridotti nelle eventuali ipotesi di convocazioni successive alla prima, di cui all'art. 5, par. 1, co. 3. Il par. 4 infine precisa come, al fine della prova della qualità di azionista, siano ammissibili esclusivamente i requisiti che siano necessari ad assicurare l'identificazione e proporzionati al raggiungimento di tale obiettivo. Il documento EUROPEAN COMMISSION – *List of days provided for according to Article 15 of Directive 2007/36/EC*, cit., p. 4, riporta la sinossi delle soluzioni individuate dai singoli Stati membri relativamente alla fissazione della data di registrazione.

<sup>(399)</sup> Le ipotesi di partecipazione espressamente menzionate sono quelle della trasmissione in tempo reale dell'assemblea, della comunicazione a due vie che consenta l'intervento del socio e del voto *in absentia* esercitato in prima persona, sia prima che durante lo svolgimento dell'assemblea.

esercitato personalmente, *in absentia* <sup>(400)</sup>, ma al contempo mina ulteriormente il principio di unitarietà di luogo e tempo nell'assunzione delle delibere assembleari. L'art. 9, par. 1 attribuisce a ogni azionista, indipendentemente dalla misura della propria partecipazione, il diritto di porre domande connesse all'ordine del giorno e prevede in capo alla società il corrispondente obbligo di rispondere. Gli Stati membri (par. 2) possono però adottare o consentire l'introduzione di misure finalizzate a garantire al contempo l'identificazione degli azionisti, la preparazione e lo svolgimento dell'assemblea, nonché la tutela degli interessi della società, tra cui quello alla riservatezza <sup>(401)</sup>. Gli articoli successivi disciplinano il voto esercitato indirettamente, tramite delega. Ai sensi dell'art. 10, ciascun azionista ha diritto di designare una persona fisica o giuridica come rappresentante, affinché questi intervenga e voti in suo nome, godendo dei medesimi diritti del primo <sup>(402)</sup>; eccetto le limitazioni concernenti la necessità che il rappresentante sia dotato di capacità giuridica (par. 1, co. 2) e la possibilità da parte degli Stati membri (par. 3) di introdurre limitazioni volte a risolvere i potenziali conflitti d'interesse tra rappresentante e rappresentato <sup>(403)</sup>, non è possibile limitare o consentire che la società limiti l'esercizio dei diritti dell'azionista tramite il rappresentante <sup>(404)</sup>; gli Stati membri (par. 4) possono richiedere ai rappresentanti di tenere traccia delle istruzioni di voto

---

<sup>(400)</sup> L'art. 12, non facendo riferimento al «voto postale», meglio si presta a tener conto di possibili future evoluzioni tecnologiche (non necessariamente implicanti l'utilizzo di un mezzo qualificabile come «elettronico»), ma sarebbe stato preferibile utilizzare un'espressione ancora più lata, quale «voto a distanza».

<sup>(401)</sup> Al fine di deflazionare il possibile afflusso di domande, razionalizzare il procedimento assembleare ed evitare comportamenti ostruzionistici da parte di soci intenzionati ad abusare del proprio diritto, il par. 2, co. 2 recita: «Gli Stati membri possono prevedere che si consideri fornita una risposta se le informazioni pertinenti sono disponibili sul sito Internet della società in un formato «domanda e risposta».»; anche l'ultima parte del par. 2, co. 1, con l'evidente intento di ottimizzare la dialettica azionisti-società, attribuisce agli Stati membri la possibilità di consentire alle società di fornire una risposta unitaria alle domande aventi il medesimo contenuto.

<sup>(402)</sup> È però permesso agli Stati (par. 2, co. 1) di limitare la designazione del rappresentante a una sola assemblea o a un determinato periodo, nonché (par. 2, co. 2, cui si rinvia per la disciplina della fattispecie di azioni detenute in una pluralità di conti-titoli) limitare il numero di soggetti designabili dall'azionista come suoi rappresentanti, nell'ambito della medesima assemblea.

<sup>(403)</sup> Secondo il par. 3, co. 2 può sussistere il conflitto d'interessi del rappresentante, quando questi: «i) sia un azionista di controllo della società o sia un altro soggetto controllato da tale azionista; ii) sia membro dell'organo di amministrazione, di direzione o di vigilanza della società o di un azionista di controllo o di un soggetto controllato di cui al punto i); iii) sia un dipendente o un revisore della società o di un azionista di controllo o di un soggetto controllato di cui al punto i); iv) abbia legami familiari con una delle persone fisiche di cui ai punti da i) a iii).». Dalla formulazione della norma è lecito desumere che le fattispecie menzionate costituiscono una mera elencazione esemplificativa.

<sup>(404)</sup> Gli Stati membri, ai sensi del par. 3, co. 1, possono imporre esclusivamente i seguenti requisiti: «a) gli Stati membri possono stabilire che il rappresentante comunichi le specifiche circostanze che possono essere rilevanti per gli azionisti nel valutare se esistono rischi che il rappresentante possa perseguire un interesse diverso dall'interesse dell'azionista; b) gli Stati membri possono limitare o escludere l'esercizio dei diritti dell'azionista attraverso un rappresentante in mancanza di istruzioni di voto specifiche per ciascuna delibera in relazione alla quale il rappresentante dovrà votare per conto dell'azionista; 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.».

ricevute, così da permettere la verificabilità della conformità del voto espresso da questi rispetto alle istruzioni impartite loro; viene inoltre previsto (par. 5) che il rappresentante possa ricevere deleghe da parte di più di un azionista – la norma abolisce qualsiasi limitazione al numero di azionisti rappresentabili – ed eventualmente esprimere anche il voto disgiunto. L’art. 11 consente che la designazione del rappresentante, come anche l’accettazione delle notifiche di designazione, avvengano con mezzi elettronici; la designazione e la correlativa notifica alla società debbono essere effettuate per iscritto; gli Stati membri non possono assoggettare la delega ad altri requisiti formali che non siano necessari e proporzionati al fine di assicurare l’identità di azionista e rappresentante o a verificare il contenuto delle istruzioni di voto. L’art. 13 trova applicazione nei casi di dissociazione tra il soggetto individuato quale azionista e l’investitore finale, ovvero qualora l’esercizio dei diritti sociali venga riconosciuto in capo a uno degli “anelli intermedi” della catena che collega la società emittente al «cliente»<sup>(405)</sup>, e non invece al soggetto che ha effettivamente compiuto l’investimento e che affronta il correlativo rischio d’impresa: come sottolineato nei Documenti di consultazione, il fenomeno risulta ricorrente nelle fattispecie di detenzione transfrontaliera di partecipazioni. La norma prevede ai ccoo. 2 e 3 che gli eventuali requisiti richiesti dalla legge applicabile quali condizioni preliminari per l’esercizio dei diritti di voto da parte dell’azionista debbano limitarsi alla comunicazione all’emittente dell’identità di ciascun cliente e del numero di azioni in relazione alle quali viene esercitato per conto di questi il diritto di voto, nonché all’adempimento dei requisiti formali inerenti all’autorizzazione o alle istruzioni di voto richiesti dalla legge, i quali a loro volta non possono andare oltre, e debbono essere proporzionati, rispetto al fine di identificare il cliente e consentire la verifica del contenuto delle istruzioni di voto; il co. 2 necessita peraltro di essere letto in combinato disposto con il par. 4, ove si consente il c.d. voto disgiunto in capo all’azionista. Il co. 5 prevede infine che, anche qualora la *lex societatis* contempa delle limitazioni al numero di rappresentanti designabili tramite delega di voto ai sensi dell’art. 10, co. 2, il soggetto considerato azionista *ex art. 13*, co. 1 possa comunque conferire una delega a ciascuno dei propri clienti, affinché questi possano esercitare in prima persona i propri diritti<sup>(406)</sup>. Dal combinato disposto degli artt. 10, par. 5 e 13, par. 5 è possibile dunque desumere la piena apertura da parte del legislatore al meccanismo di raccolta professionale delle deleghe, senza che i diritti dei clienti debbano necessariamente risultare compromessi.

---

<sup>(405)</sup> La persona fisica o giuridica per il cui conto agisce il soggetto individuato quale «azionista», viene definita «cliente» («client» nella versione inglese del testo della Direttiva, *Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007, on the Exercise of Certain Rights of Shareholders in Listed Companies*, disponibile all’indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2007:184:0017:0024:EN:PDF>).

<sup>(406)</sup> Il par. 5 consente invero che l’azionista possa rilasciare anche una delega a un terzo.

Quanto ai diritti relativi alla fase successiva alla celebrazione dell'assemblea, la Direttiva prevede (art. 14) che le società, entro un termine determinato dalla legge applicabile, ma comunque non superiore a quindici giorni dall'adunanza, debbano rendere pubblici i risultati delle votazioni assembleari – in forma abbreviata ove la rendicontazione completa non venga espressamente richiesta dagli azionisti – mediante pubblicazione sul proprio sito Internet <sup>(407)</sup>. Questa soluzione permette un facile accesso ai risultati della votazione anche da parte degli azionisti non residenti. Merita rilevare come la norma, nella sua formulazione definitiva, non richieda che vengano indicati il periodo minimo e massimo di pubblicazione.

\* \* \*

La Direttiva (art. 15, par. 2) dava termine per il recepimento fino al 3 agosto 2009, salva una proroga sino al 3 agosto 2012 per l'attuazione dell'art. 10, par. 3 in materia di deleghe di voto, per gli Stati membri – tra cui andava annoverato il nostro Paese – in cui fossero in vigore disposizioni nazionali che limitavano o vietavano la designazione di un rappresentante nei casi di conflitto d'interessi di cui all'art. 10, par. 3, co. 2, punto ii).

### *1.3. Recezione della Direttiva nell'ordinamento italiano*

Negli anni successivi la Direttiva 2007/36/CE entrava in vigore nei Paesi membri <sup>(408)</sup>; la recezione nell'ordinamento italiano, delegata al Governo dalla legge comunitaria 2008 <sup>(409)</sup>, e anticipata dal lancio di una duplice pubblica consultazione, contenente una bozza schematica di

---

<sup>(407)</sup> La norma precisa (art. 14, par. 3) che spetta allo Stato di costituzione dettare la disciplina in tema di invalidità della delibera e relative modalità di impugnazione.

<sup>(408)</sup> La lista completa dei provvedimenti nazionali di recepimento della Direttiva è disponibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:72007L0036:IT:NOT>. In particolare, per alcune considerazioni sull'iter della trasposizione nei Principali Paesi, si rinvia a VITALI M. L. – *Un documento consultivo britannico sulla direttiva 2007/36/CE*, in Riv. Soc., 2009, p. 230, che a p. 235 sottolinea come l'introduzione della Direttiva non avrebbe comportato particolari costi per l'ordinamento britannico, che già contemplava molti degli *standards* europei; BALP G. – *Recepimento in Germania delle direttive 2007/36/CE e 2006/68/CE*, in Riv. Soc., 2009, p. 211; ANGELILLIS A. – *Recepimento in Belgio della direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, in Riv. Soc., 2011, p. 192; ROSA A. – *La riforma parziale della legge sulle società di capitali e l'attuazione delle Direttive 2007/36/CE in Spagna*, in Riv. Soc., 2011, p. 1029.

<sup>(409)</sup> Trattasi dell'art. 31 della L. 7 luglio 2009, n. 88, *Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee* – Legge comunitaria 2008, pubblicata in G.U. n. 161 del 14 luglio 2009, suppl. ord. n. 110, disponibile all'indirizzo <http://www.parlamento.it/parlam/leggi/messaggi/c2320a.pdf>. Sulla delega e i vincoli da essa posti al legislatore delegato cfr. EREDE M. – *Approvato il disegno di legge per l'attuazione della Direttiva 2007/36/CE, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, in Riv. Soc., 2009, p. 883, che a p. 886 nota peraltro come la delega, alla lett. q) – cfr. p. 36 del documento definitivo – prevedendo «l'applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie non inferiori nel minimo a Euro 500 e non superiori nel massimo a Euro 500.000» abbia introdotto un principio di *enforcement* delle disposizioni che sarebbero state adottate in attuazione della Direttiva, non contemplato dal legislatore comunitario.

decreto legislativo <sup>(410)</sup>, avveniva con d.lgs. 27 febbraio 2010, n. 27 <sup>(411)</sup>, il quale veniva successivamente emendato dal d.lgs. 18 giugno 2012, n. 91 <sup>(412)</sup>, così da porre rimedio ad alcune problematiche insorte a seguito del recepimento della Direttiva e colmare importanti lacune: in particolare, per quanto rileva in questa sede, meritano di essere segnalati l'inversione del rapporto regola-eccezione relativamente alle convocazioni previste per l'assemblea di società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (artt. 2369, co. 1 c.c. e 126 TUF), e la modifica della disciplina relativa al diritto di porre domande precedentemente alla celebrazione dell'assemblea, che contempla ora altresì il diritto di presentare, anche individualmente, proposte di deliberazione (*rectius*, «controproposte») su materie già all'ordine del giorno (art. 126-*bis* TUF) <sup>(413)</sup>.

Anziché soffermarsi sull'*iter* preparatorio alla recezione o esaminare nel dettaglio le disposizioni di cui al d.lgs. di recepimento <sup>(414)</sup>, ai fini del presente lavoro appare ben più significativo interrogarsi su come la Direttiva possa – astrattamente – incidere sulle linee evolutive

---

<sup>(410)</sup> L'*iter* di recepimento nell'ordinamento italiano veniva infatti scandito dalla pubblicazione dei seguenti Documenti di consultazione: MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE (Dipartimento del tesoro, Direzione IV – Ufficio VI) – *Attuazione della direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, Documento di consultazione, 19 giugno 2008, disponibile alla pagina [http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/regolamentazione\\_bancaria\\_finanziaria/consultazioni\\_pubbliche/doc-consultazione-DSHR-19giugno2008.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/regolamentazione_bancaria_finanziaria/consultazioni_pubbliche/doc-consultazione-DSHR-19giugno2008.pdf), e MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE (Dipartimento del tesoro, Direzione IV – Ufficio VI) – *Attuazione della direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, Seconda consultazione, 24 luglio 2009, *cit.*, cui si rinvia per la disamina in dettaglio delle questioni – relative alle principali problematiche sollevate dal recepimento nell'ordinamento italiano – oggetto di consultazione.

<sup>(411)</sup> D.lgs. 27 febbraio 2010, n. 27 – *Attuazione della direttiva 2007/36/CE, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, pubblicato in *G.U. n. 53 del 5 marzo 2010 – suppl. ord. n. 43, p. 1*, il cui testo è disponibile al seguente indirizzo: <http://www.camera.it/parlam/leggi/deleghe/10027dl.pdf>; il decreto diveniva efficace dal 20 marzo 2010, ma l'entrata in vigore di numerose previsioni veniva differita alle assemblee il cui avviso di convocazione sarebbe stato pubblicato dopo il 31 ottobre 2010.

<sup>(412)</sup> D.lgs. 18 giugno 2012, n. 91 – *Modifiche ed integrazioni al decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 27, recante attuazione della direttiva 2007/36/CE, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, pubblicato in *G.U. n. 152 del 2 luglio 2012*, disponibile all'indirizzo Internet <http://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legislativo:2012:091>.

<sup>(413)</sup> Il legislatore italiano aveva infatti inizialmente dato solo parziale attuazione all'art. 6 della Direttiva, prevedendo che un'aliquota qualificata di soci potesse esclusivamente chiedere l'integrazione dell'ordine del giorno, ma non presentare autonome proposte su argomenti già all'ordine del giorno, come invece prevede la Direttiva (art. 6, par. 1, lett. b) ); in proposito, rilevava però GUERRIERI G. – *Il recepimento della direttiva shareholders'rights: il legislatore scommette ancora sulla voce degli azionisti (di società quotate)*, *cit.*, p. 526, *sub* n. 105, che «Il mancato riconoscimento di quest'ultima prerogativa non toglie, tuttavia, che su ciascuno dei punti all'ordine del giorno qualunque azionista possa presentare (quantomeno, nel corso dell'assemblea) una proposta di delibera a lui più gradita di quelle presentate da altri azionisti, o dagli amministratori.».

<sup>(414)</sup> Naturalmente, ove opportuno verranno esaminati singoli aspetti peculiari del provvedimento: cfr. in particolare, *infra*, par. 2.2.2. b). Per la disamina del decreto di recepimento, con alcuni spunti critici specie in tema di termini di convocazione, si rinvia ad ASSONIME – *Il recepimento della direttiva europea sui diritti degli azionisti con il d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27: gli effetti sugli statuti delle società quotate e i nuovi termini per le assemblee* – *Circolare Assonime n. 11/2010*, in *Riv. Soc.*, 2010, p. 554.

del rapporto tra proprietà e gestione nelle società quotate italiane, di cui si è dato atto nel capitolo precedente.

In primo luogo va rilevato che, come era lecito attendersi, svariate norme paiono, perlomeno astrattamente, idonee alla valorizzazione della figura e del ruolo attivo dei soci, «in parziale controtendenza rispetto ad alcuni dei principi cardine su cui è basata la riforma societaria del 2003», che agevolavano la via dell'*exit* più che della *voice* <sup>(415)</sup>. Si fa chiaramente riferimento all'affermazione del principio di parità di trattamento degli azionisti (anche di quelli non residenti, che la Direttiva intende “rimettere in gioco”) e alle disposizioni finalizzate alla riduzione degli ostacoli all'espressione di un voto consapevole: introduzione di più ampi obblighi di trasparenza; indicazione delle modalità di interazione con la società e di esercizio dei diritti degli azionisti <sup>(416)</sup>; rimozione degli ostacoli al voto a distanza e apertura (benché affidata a un'opzione in tal senso – una sorta di *opt-in* i cui destinatari non sono gli Stati bensì gli emittenti – da parte delle singole società) all'incentivazione del voto <sup>(417)</sup>. Nel medesimo senso può essere letta la semplificazione del sistema delle deleghe di voto, che permette la partecipazione – *sponte propria* o, com'è più probabile, su “stimolazione” da parte dei futuri delegati – di un maggior numero di soggetti, o perlomeno (e più propriamente) il raggiungimento di percentuali di voto più elevate, coinvolgendo nelle dinamiche societarie una categoria di soggetti che fino ad ora non aveva fatto pieno uso dei propri diritti <sup>(418)</sup>. Anche la scelta di affrontare, demandandolo ai Paesi membri, il problema della

---

<sup>(415)</sup> Cfr. GUERRIERI G. – *Il recepimento della direttiva shareholders' rights: il legislatore scommette ancora sulla voice degli azionisti (di società quotate)*, cit., p. 518, il quale dà al contempo giustamente conto dell'avvenuta legittimazione, da parte della riforma del 2003-04, della celebrazione dell'assemblea a distanza e del voto per corrispondenza.

<sup>(416)</sup> Alcune misure previste dalla Direttiva erano peraltro già invalse nell'ordinamento italiano: in particolare, quanto al diritto di integrare l'ordine del giorno, nota correttamente, VENTORUZZO M. – *Approvata la direttiva sui diritti degli azionisti: record date e deleghe di voto*, cit., p. 1183, che la disciplina precedentemente in vigore appariva già compatibile con il regime introdotto dalla Direttiva. In particolare, l'art. 126-bis TUF – pur non contemplando nella versione originaria il già menzionato diritto di presentare “controproposte” – consentiva l'integrazione dell'ordine del giorno agli azionisti che detengono il 2,5 % del capitale sociale (e anche l'art. 2367 c.c., relativamente alle società non quotate, attribuisce a una minoranza qualificata il diritto di ottenere la convocazione dell'assemblea per discutere gli argomenti dalla stessa proposti, a esclusione degli argomenti su cui, per legge, l'assemblea delibera su proposta, progetto o relazione degli amministratori).

<sup>(417)</sup> Sulla significativa modifica della disciplina previgente in tema di sollecitazione delle deleghe di voto, cfr. EREDE M. – *L'attuazione della direttiva 2007/36/CE, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate: presentata la bozza dello schema di decreto legislativo*, in Riv. Soc., 2009, p. 1203.

<sup>(418)</sup> Lo studio LUISS CERADI, LINDENAUER CENTER FOR CORPORATE GOVERNANCE, GEORGESON – *Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze – FTSE MIB, Proxy Season 2010*, Aprile 2011, disponibile all'indirizzo Internet [http://www.georgeson.it/operazioni\\_pdf/FTSE2011/Ricerca%20FTSE%20MIB%202010%20-%20Georgeson.pdf](http://www.georgeson.it/operazioni_pdf/FTSE2011/Ricerca%20FTSE%20MIB%202010%20-%20Georgeson.pdf), p. 26 evidenzia peraltro come già nel vigore delle vecchie regole (stagione assembleare 2010) del capitale presente in assemblea, circa l'88 % costituisse capitale partecipante per delega, e che tale modalità riguardava la quasi totalità dei diritti di voto di pertinenza degli investitori stranieri. La nuova disciplina del voto delegato, semplificando la procedura di conferimento della delega, riduce al contempo i costi sistemici (si pensi solo alla rimozione della figura degli intermediari finanziari obbligatori), e pare dunque atta a incentivare fenomeni di

determinazione del soggetto cui attribuire la titolarità dei diritti sociali può essere letta come funzionale a incentivare la partecipazione degli azionisti, o perlomeno a ridurre l'incertezza, che costituisce notoriamente un disincentivo alla partecipazione <sup>(419)</sup>.

Per converso, la generale legittimazione del voto espresso *in absentia*, non solo durante l'assemblea, ma anche precedentemente alla sua celebrazione, conferma il relegamento della fase del dibattito a momento puramente eventuale, e di conseguenza contribuisce ulteriormente a indebolire l'organo, o perlomeno a sminuirne la centralità quale luogo di formazione della volontà sociale: proprio il principio dell'unitarietà di tempo e luogo nell'assunzione delle delibere, già sostanzialmente minato <sup>(420)</sup>, risulta irrimediabilmente compromesso dalla Direttiva <sup>(421)</sup>.

---

sollecitazione delle deleghe di voto da parte di coloro che sono realmente interessati alla gestione della società (maggioranza di controllo ed eventuali minoranze qualificate); d'altro canto, dev'essere però notato come il meccanismo delle deleghe di voto, qualora si tratti di deleghe "in bianco", senza che il delegante abbia conferito istruzioni di voto (ipotesi questa tutt'altro che inverosimile), vada a minare ulteriormente l'effettività del principio plutocratico di corrispondenza tra rischio e potere – principio peraltro già pesantemente ridimensionato dal riconoscimento legislativo dato ai sindacati di voto dal TUF prima e dalla riforma organica del 2003 poi, nonché dalla possibilità di prevedere categorie speciali di azioni a voto oggettivamente o soggettivamente limitato – permettendo ai soggetti delegati di esercitare un potere decisamente maggiore rispetto a quello che sarebbe loro consentito dai diritti relativi alla propria partecipazione. Questa ulteriore limitazione del rischio patrimoniale appare pericolosa, in quanto idonea a incentivare un'eccessiva assunzione di rischi. Lo stesso ragionamento può essere replicato per la sollecitazione delle deleghe da parte del delegato stesso: a fronte della diffusa scarsa informazione e consapevolezza tra gli investitori relativamente allo stato della società e alle politiche perseguite dal *management*, risulteranno maggiormente premiate non le iniziative migliori, bensì le meglio pubblicizzate; in altri termini, tra coloro che solleciteranno le deleghe di voto, tendenzialmente prevarrà non tanto il soggetto che ha investito nello studio dell'informazione e che è effettivamente portatore di politiche avvedute, bensì colui che si è dimostrato più abile nel *marketing*, ovvero nel reclamizzare la bontà delle proprie politiche: risulteranno in ultima analisi avvantaggiati i soggetti più facoltosi e maggiormente inclini a investire nella sollecitazione delle deleghe.

<sup>(419)</sup> Il *quorum* costitutivo delle assemblee italiane (52,28 %) è peraltro nettamente inferiore rispetto alla media europea (61,5 %), ma la forbice risulta ulteriormente allargata qualora si confronti il *free float*, ovvero il livello del *quorum* costitutivo al netto della presenza degli azionisti strategici (18,80 %, contro la media europea del 37,2 %): cfr. in tal senso LUISS CERADI, LINDENAUER CENTER FOR CORPORATE GOVERNANCE, GEORGESON – *Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze – FTSE MIB, Proxy Season 2010*, cit., p. 27 ss. La chiara individuazione, anche in combinato con la fissazione di una data di registrazione, dei soggetti cui è demandato l'esercizio dei diritti sociali consentirebbe inoltre alla società di conoscere i propri azionisti, così da poter avviare perlomeno astrattamente un dialogo con essi: tale aspettativa, esplicitata nei lavori preparatori alla Direttiva, se non utopica, pare però quantomeno difficilmente attuabile, essendo scarsamente compatibile col modello e le esigenze a cui risponde la grande società con azioni quotate.

<sup>(420)</sup> Il riferimento va alla legittimazione dei sindacati di voto, che come è noto rispettano solo formalmente il principio della formazione assembleare della volontà sociale; altrettanto dicasi per l'ammissibilità del voto per corrispondenza e telematico, già sancita dalla riforma del 2003. Anche le deleghe di voto, come si chiarirà immediatamente nel testo, minano il principio di unità di luogo e tempo nella determinazione della volontà assembleare.

<sup>(421)</sup> GUERRIERI G. – *Il recepimento della direttiva shareholders' rights: il legislatore scommette ancora sulla voce degli azionisti (di società quotate)*, cit., p. 510 evidenzia come le norme introdotte dal d.lgs. 27/20010 siano «finalizzate a incentivare la partecipazione all'assemblea da parte dei soci di minoranza, sino al punto di limitare la dialettica fra gli azionisti e sacrificare le esigenze di ponderazione»; cfr. anche la n. 10, p. 510, secondo cui dal dettato normativo, e in particolare dalle regole in tema di voto per corrispondenza e in forma elettronica, «emerge una netta svalutazione del dibattito assembleare e del confronto fra i soci riuniti in un'adunanza».

Anche il meccanismo delle deleghe di voto pare maggiormente funzionale all'espressione *de relato* del solo esercizio del voto <sup>(422)</sup>, piuttosto che a consentire un uso efficace dei diritti di intervento e di porre domande in assemblea: la partecipazione "mediata", attraverso l'intermediario, benché astrattamente possibile – il delegante può infatti formulare specifiche istruzioni al proprio rappresentante, relativamente alla condotta da tenere in assemblea e alle domande da porre – all'atto pratico appare poco probabile.

Ancora una volta viene dunque confermato che i succedanei della partecipazione in prima persona in assemblea non sono che dei surrogati che presentano più di un limite, e che la loro adozione va concretamente a contribuire allo svuotamento dell'adunanza dei soci di parte delle sue originarie funzioni <sup>(423)</sup>.

A disegnare i contorni di un organo dai meccanismi procedurali profondamente mutati contribuisce inoltre la *record date rule*, la quale – benché funzionale a rispondere a precise necessità organizzative, e benché gradita dagli stessi investitori, che al contrario aborriscono i sistemi di blocco delle azioni <sup>(424)</sup> – ha un effetto potenzialmente deflagrante sui principi fondanti del diritto societario europeo, in quanto al contempo priva coloro che sono divenuti titolari delle

---

<sup>(422)</sup> PERNA R. – *Public company e democrazia societaria, Voto per delega e governo delle imprese nel capitalismo statunitense*, Bologna, Il Mulino, 1998, p. 36, afferma che «La questione del voto per delega deve innanzitutto essere depurata dalle scorie della retorica della tutela del piccolo azionista nella quale è stata troppo a lungo collocata. La prospettiva corretta è invece quella del miglioramento degli strumenti di governo delle imprese e dei meccanismi del mercato del controllo societario».

<sup>(423)</sup> L'introduzione di previsioni statutarie che legittimano e disciplinano in dettaglio i meccanismi di voto *in absentia* presenta peraltro delle difficoltà operative (a tacere delle incertezze applicative: si pensi ad esempio all'ammissibilità o meno del voto *in absentia* da parte di un soggetto titolare di una delega di voto), essendo legata a un'espressa scelta in tal senso da parte della società, soluzione questa che può risultare problematica o comunque poco pratica a fronte di altre opzioni che garantirebbero una maggiore flessibilità – ma anche una potenziale minore tutela dei soci – e che sembrano essere maggiormente invalse nella prassi: un'indagine effettuata a distanza di un anno dal recepimento della Direttiva Azionisti nell'ordinamento tedesco rileva come nessuna delle società prese in esame avesse provveduto a introdurre nel proprio statuto una regolamentazione analitica e diretta della partecipazione *in absentia*, optando invece per l'inserimento di una clausola di delega agli amministratori (cfr. BALP G. – *Esercizio in absentia del diritto di intervento e voto nell'assemblea di società quotate: un esame della prassi statutaria di diritto tedesco dopo il recepimento della direttiva 2007/36/CE («direttiva azionisti»)*, in Riv. Soc., 2010, p. 1422, in particolare a p. 1423). Più in generale, GUERRIERI G. – *Il recepimento della direttiva shareholders'rights: il legislatore scommette ancora sulla voce degli azionisti (di società quotate)*, cit., p. 526, afferma che «qualsiasi mezzo attraverso cui è possibile travasare in assemblea voti "precostituiti" rappresenta un pesante *vulnus* alla collegialità e impedisce agli azionisti di mutare opinione nel corso del dibattito assembleare» e suggerisce, in una prospettiva *de iure condendo*, la disincentivazione se non addirittura il divieto del voto per corrispondenza, per sostituirlo con la previsione dell'obbligo per le società di allestire sistemi di collegamento audio-video rispettosi del metodo collegiale.

<sup>(424)</sup> Secondo ABRIANI N. – *La direttiva n. 2007/36/CE dell'11 luglio 2007: più tutela agli azionisti delle società quotate europee*, in Riv. Dir. impresa 2007, p. 233, «L'obiettivo di incentivare l'intervento in assemblea e il voto degli azionisti [...] si traduce, in primo luogo, nella eliminazione degli ostacoli dissuasivi rispetto a tale partecipazione, come la subordinazione dell'esercizio dei diritti di voto al deposito, e segnatamente all'indisponibilità, delle azioni per un certo periodo precedente l'assemblea». Il favore per l'introduzione della *record date rule* emerge chiaramente dalle risposte ai documenti di consultazione: cfr., *supra*, par. 2.1.1., d) in particolare la n. 329.

azioni successivamente alla data di registrazione della possibilità di esercitare i relativi diritti, e altresì legittima l'intervento e il voto da parte di soggetti che non sono più soci, ma sono ancora riconosciuti come azionisti registrati. La *record date rule* presenta peraltro concrete problematiche aventi significativi riflessi anche relativamente agli equilibri di governo societario. In primo luogo è probabile che la maggior parte dei soggetti registratisi quali azionisti e che hanno poi ceduto le loro azioni si astengano dal partecipare e votare, non avendovi l'interesse ed essendo per essi antieconomico tenere una condotta attiva rispetto a una partecipazione appena dismessa: da ciò deriva la prevedibile diminuzione delle azioni di minoranza votanti in assemblea, a manifesto vantaggio per la maggioranza. In secondo luogo, non è possibile escludere che coloro che si sono registrati quali azionisti possano divenire portatori di interessi configgenti con quelli della società: si pensi all'ipotesi di un socio di minoranza, detentore di una partecipazione non trascurabile, che successivamente alla *record date* vende le proprie partecipazioni per acquistare quelle di una società concorrente, e che concorre con il proprio voto all'approvazione di una delibera potenzialmente controproducente per la prima società.

Da una prima lettura dell'impatto sugli equilibri di governo societario da parte della riforma – che, lo si ricorda, mira a facilitare il funzionamento dell'assemblea e la partecipazione attiva alla stessa, senza andare a incidere direttamente sulle rispettive competenze degli organi, competenze che per l'ordinamento italiano erano state rigidamente ridisegnate dalla riforma strutturale del 2003-2004 – possono dunque leggersi due ordini di dati, in controtendenza fra loro: da un lato la (perlomeno tentata) rimozione degli ostacoli all'estrinsecarsi dei poteri e della pienezza del ruolo dell'organo assembleare, la quale dovrebbe finalmente donare effettività al complesso di *checks and balances* ridisegnato dalla riforma del 2003<sup>(425)</sup>, che si era rivelato come un equilibrio mancato proprio in ragione dell'apatia dell'organo assembleare. L'intento da parte del legislatore comunitario di considerare potenzialmente tutti gli azionisti quali soci-imprenditori sembra peraltro imporre un'inversione di tendenza rispetto alla linea politico-economica prevalsa con l'emanazione della c.d. miniriforma del 1974, che dava riconoscimento e legittimazione alla situazione di fatto propria della grande società per azioni quotata, ovvero all'esistenza di differenti propensioni all'investimento e alla presenza di azionisti-imprenditori e azionisti-risparmiatori, e rinunciava quindi al coinvolgimento di quanti più azionisti possibili nei lavori assembleari. L'incentivazione

---

<sup>(425)</sup> Si rammenta che la riforma del 2003-04 ha attribuito all'organo amministrativo tutte le prerogative gestorie, esautorando l'assemblea dal ruolo di co-gestore dotato di poteri amministrativi statutariamente ampliabili, per ribadirne i soli compiti legati al generale scrutinio sulla gestione; naturalmente anche dopo la riforma il ruolo d'indirizzo gestorio in senso lato da parte dell'assemblea rimane centrale, in quanto permangono in capo ad essa le decisioni relative al compimento degli atti di amministrazione straordinaria, come anche quelle relative, nella fase fisiologica del rapporto, al rinnovo delle cariche sociali.

alla partecipazione dei soci e l'ampliamento delle loro prerogative sono inoltre dichiaratamente finalizzati a ridurre la quota di azionisti apatici, che tradizionalmente sono azionisti-risparmiatori estranei alla coalizione di comando <sup>(426)</sup>: la Direttiva dà pertanto potenzialmente voce a istanze differenti rispetto a quelle fatte proprie dal *management*, a beneficio della vitalità dell'organo assembleare.

Al contempo, la riforma pare accentuare la tendenza all'abbandono, sia figurato che letterale, dell'assemblea quale luogo di dibattito, svilendo il momento della discussione – che viene sostituita dalla previsione di obblighi informativi preventivi, rigidi e standardizzati – e consumando uno snaturamento dell'organo che pare irreversibile <sup>(427)</sup>, e che sembra penalizzare maggiormente proprio le minoranze, specie se scarsamente organizzate, disincentivandone la partecipazione. In altri termini, ammesso e non concesso che la Direttiva possa spingere i soci a una condotta attiva, è comunque lecito dubitare che l'assemblea possa divenire maggiormente rappresentativa di istanze estranee a quelle del gruppo di comando <sup>(428)</sup>.

Alla luce di queste risultanze non sembra che, in ragione del (supposto) maggiore contributo attivo dei soci, il “peso specifico” dell'organo assembleare sia destinato ad aumentare e a determinare un riequilibrio nel governo societario. Naturalmente, si anticipa come le conclusioni ad ora tratte non vadano lette in un'ottica apodittica, pena il rischio di scontare un'inopportuna genericità, in quanto la condotta dei soci minoritari può essere influenzata da numerosi fattori tra cui l'entità della partecipazione detenuta e la “*mission*” del socio-investitore stesso: se l'azionista

---

<sup>(426)</sup> Il ragionamento alla base dell'incentivazione all'attivismo degli azionisti è noto: «La valorizzazione dello spazio riconosciuto alla partecipazione dei soci al momento decisionale finale, letta *sub specie* di significativo rafforzamento degli istituti dell'intervento e del voto in assemblea, può funzionare [...] in linea teorica, alla stregua di strumento di attuazione di un auspicato, costante monitoraggio degli azionisti sugli amministratori»: così PEDERZINI E. – *Intervento del socio mediante mezzi di telecomunicazione e democrazia assembleare*, in *Giur. com.*, 2006, p. 99/I. Relativamente all'effettivo contributo del Testo Unico della Finanza – nella sua formulazione originaria – all'incentivazione dell'attivismo degli investitori istituzionali, cfr. ENRIQUES L. – *Nuova disciplina delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali: fatti e prospettive alla luce dell'esperienza anglosassone*, in *Giur. comm.*, 1998, p. 691/I ss.

<sup>(427)</sup> In proposito, PEDERZINI E. – *Intervento del socio mediante mezzi di telecomunicazione e democrazia assembleare*, *cit.*, p. 102/I, nell'esaminare il portato della riforma organica del 2003 sul ruolo dell'assemblea, affermava già, icasticamente, che «Il fenomeno della tendenziale preminenza del (diritto di) voto rispetto al (diritto di) intervento trova corrispondenza e proiezione a livello di sistema nella svalutazione della concezione dell'assemblea come foro di discussione e nel ridimensionamento del ruolo assegnato, nella dinamica procedimentale, a quella particolare fase che è la riunione, almeno così come tradizionalmente intesa.».

<sup>(428)</sup> Rileva peraltro GUERRIERI G. – *Il recepimento della direttiva shareholders'rights: il legislatore scommette ancora sulla voce degli azionisti (di società quotate)*, *cit.*, p. 528, che «La nuova disciplina delle deleghe [...] è dunque ispirata dalla volontà di combattere, in tutti i modi, l'apatia degli azionisti: pur di aumentare il numero dei votanti, il legislatore comunitario si mostra disposto ad ammettere concentrazioni di potere a favore dei *managers*, valorizzando la circostanza che, tecnicamente, l'espressione del voto per delega è una manifestazione di volontà altrettanto libera di quella che si realizza mediante la comparizione personale all'adunanza.».

detiene, anche in aggregato, per conto di più soggetti che gli demandano anche le scelte amministrative connesse alle azioni detenute, una partecipazione comunque “significativa” ed è sufficientemente organizzato – se, in altri termini, si tratta di un “azionista (di minoranza)-imprenditore” – è possibile che intenda risolversi a sfruttare le nuove opportunità offertegli dal legislatore. Pare invece di poter escludere che la posizione dei singoli “piccoli” investitori (gli azionisti *retail* o “azionisti minimi”) possa uscire rafforzata dalla riforma, e che una condotta “apatica” possa risultare “meno razionale” per loro <sup>(429)</sup>: considerazione quest’ultima che potrebbe apparire scontata, ma che in realtà non lo è se si tiene conto del proposito – enunciato, sebbene momentaneamente accantonato <sup>(430)</sup> – del legislatore comunitario, di giungere, attraverso il rafforzamento delle prerogative dei soci, a una forma di democrazia azionaria. Su tutti questi argomenti si tornerà comunque a breve.

## 2. L’invincibile apatia razionale

Nel paragrafo precedente si è più volte sottolineato come si stesse analizzando *in astratto* la portata sistematica dell’introduzione della Direttiva – l’impatto del rafforzamento della posizione degli azionisti sui preesistenti equilibri tra gli organi sociali – senza ancora porre in discussione i presupposti di partenza adottati dal legislatore comunitario: il nuovo corso inaugurato con la *Shareholders’ Rights Directive*, come è stato ricordato, muove dalla considerazione che gli azionisti sono i soggetti più interessati alle sorti della società e quindi, teoricamente, i più propensi ad agire quali *watchdogs* <sup>(431)</sup> rispetto alla gestione e alla legittimità dell’operato dell’organo amministrativo. In proposito, merita di essere sottolineato come il Terzo Considerando anteposto alla Direttiva esponga il teorema, astrattamente condivisibile, secondo cui il controllo effettivo sull’operato degli

---

<sup>(429)</sup> ANGELICI C. – *Le “minoranze” nel decreto 58/98: «tutela» e «poteri»*, in Riv. dir. comm., 1998, p. 208, rilevava – a proposito del Testo Unico della Finanza, ma con una considerazione altresì valida per le opzioni prescelte dal legislatore comunitario – che «la scelta di tutelare le minoranze mediante l’attribuzione ad esse di “poteri” rappresenta già in linea di principio una scelta di campo e non può certamente considerarsi un fatto neutrale. Essa, se volessimo estremizzare il discorso, significa a ben guardare negare la tutela (o comunque fornirla in misura ben limitata) a chi appunto è “razionalmente apatico” e razionalmente quindi non si avvale di un potere il cui esercizio gli risulterebbe, in effetti, antieconomico. Ciò, naturalmente, salvo che non si creino nel contempo incentivi i quali, riducendo i benefici che ne potrebbero derivare, siano in grado di modificare il relativo calcolo di convenienza ed in grado quindi di renderlo economicamente razionale.», cosa quest’ultima che, per le ragioni che si indicheranno nel testo, non è dato rilevare nell’intervento del legislatore comunitario. L’Autore peraltro (*Id.*, p. 214) contesta la ricostruzione sistematica che qualifica gli azionisti come *residual claimants* ed attribuisce loro particolari poteri; la medesima prospettiva era stata già abbracciata da ROSSI G. – *Persona giuridica, proprietà e rischio d’impresa*, Milano, Giuffrè, 1967.

<sup>(430)</sup> Cfr., *supra*, le nn. 297 e 375.

<sup>(431)</sup> La metafora viene utilizzata per la prima volta in THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultative Document of the High Level Group of Company Law Experts*, *cit.*: cfr. la n. 181.

amministratori è condizione preliminare per assicurare un buon governo societario: ne consegue il corollario, anch'esso astrattamente ineccepibile, per cui l'agevolazione del controllo si riflette in un miglioramento dello standard gestorio; in altri termini, una società maggiormente controllata da parte dei soci sarà anche meglio amministrata e dunque più efficiente. Tale ragionamento fonda però sull'indimostrato assioma per cui azionisti dotati di maggiori poteri (o liberati dai vincoli che precedentemente impedivano il pieno utilizzo dei loro poteri) non potranno che farne uso.

La posizione nettamente predominante rivestita dall'organo amministrativo negli ultimi anni costituisce invero l'effetto di più cause, una delle quali può senza dubbio essere ricondotta all'assenza di un adeguato incentivo per gli azionisti a indurre il *management* a render conto del proprio operato: la mancanza di un effettivo controllo ha portato alla deresponsabilizzazione degli amministratori, e alla conseguente adozione da parte di questi di politiche comportanti l'assunzione di eccessivi rischi <sup>(432)</sup>, peraltro talora condivise dagli stessi azionisti <sup>(433)</sup>. I soci tutti – i singoli investitori, ma soprattutto gli investitori istituzionali, che costituiscono il principale target dell'intervento comunitario <sup>(434)</sup> – non hanno finora esercitato il ruolo che compete loro

---

<sup>(432)</sup> Relativamente all'ambito degli istituti finanziari, la relazione tra deresponsabilizzazione ed eccessiva assunzione di rischi viene sottolineata anche da COMMISSIONE EUROPEA – *Il governo societario negli istituti finanziari e le politiche di remunerazione*, Libro verde, Bruxelles, 2 giugno 2010, COM(2010)284 definitivo, pp. 2-3, disponibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0284:FIN:IT:PDF>, su cui cfr., *infra*, par. 2.2.3.

<sup>(433)</sup> Sempre dagli studi in materia di politiche di remunerazione degli istituti finanziari emerge infatti che in molti casi gli stessi azionisti avevano ritenuto che i rischi assunti fossero giustificati dai profitti attesi: i soci beneficiano infatti di una strategia improntata all'assunzione di rischi a fronte di possibili cospicui guadagni quando essa è vincente, mentre partecipano alle perdite solamente nei limiti del proprio investimento, dopodiché ogni ulteriore perdita è a carico dei creditori. Cfr. in questo senso COMMISSIONE EUROPEA – *Il governo societario negli istituti finanziari e le politiche di remunerazione*, *cit.*, p. 4.

<sup>(434)</sup> Cfr. FURGIUELE L. – *La disciplina dell'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate alla luce dell'art. 7 della direttiva 36/2007/CE*, in Riv. Dir. Comm. 2008, p. 989/I, disponibile in una versione priva di note, anche al sito [http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/regolamentazione\\_bancaria\\_finanziaria/consultazioni\\_pubbliche/DOTT.SSA-FURGIUELE.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/regolamentazione_bancaria_finanziaria/consultazioni_pubbliche/DOTT.SSA-FURGIUELE.pdf), p. 993: «la valorizzazione della posizione dell'azionista di società quotate, non come investitore, ma *uti socius*, cui la Direttiva parrebbe tendere, è, verosimilmente, solo apparente.»; l'Autrice chiarisce inoltre (*Id.*, p. 1000) che «l'intervento del legislatore comunitario in realtà si indirizz[a], piuttosto che al coinvolgimento assembleare degli azionisti risparmiatori, istituzionalmente disinteressati alla gestione societaria, a quegli azionisti che debbono ritenersi non indifferenti alla amministrazione e, per contro, estranei alle esigenze del risparmio anonimo.». In proposito, rileva correttamente ANGELICI C. – *Le "minoranze" nel decreto 58/98: «tutela» e «poteri»*, *cit.*, p. 221, come la valorizzazione del ruolo degli investitori istituzionali possa essere intesa quale intervento mirato a fare assurgere questi ultimi a «enti esponenziali del risparmio diffuso, anche quello da essi non gestito. [...] postulando cioè che il comportamento degli investitori istituzionali, per i quali è economicamente razionale un'attività di monitoraggio in merito alla gestione sociale, possa fungere da segnale per gli altri azionisti, che razionalmente tale attività non possono svolgere». Nello stesso senso, PEDERZINI E. – *L'assemblea telematica di società quotate "fra mito e realtà"*, *cit.*, p. 503, afferma giustamente che «Il modello di *governance* che le odierne società per azioni a capitale diffuso ci consegnano corrisponde sostanzialmente a uno schema di democrazia rappresentativa di secondo grado, i cui attori sono o, quanto meno, dovrebbero essere, quegli investitori istituzionali che, nella loro funzione di centri esponenziali dei diritti e degli interessi dei clienti risparmiatori ed in quanto portatori delle conoscenze e delle competenze tecniche necessarie per comprendere ed utilizzare gli strumenti di (auto)tutela endosocietaria, potrebbero essere in grado di sovvertire la razionale apatia fondata su un corretto calcolo del rapporto costi-benefici ritraibili

principalmente a causa degli eccessivi ostacoli alla partecipazione attiva, che vengono individuati nella difficoltà di ottenere l'accesso all'informazione societaria e negli elevati costi tecnici connessi alla partecipazione, specie per gli investitori non residenti <sup>(435)</sup>.

Negli auspici del legislatore, la riduzione dei costi connaturati alla partecipazione, grazie anche all'utilizzo delle nuove tecnologie <sup>(436)</sup>, porterà gli azionisti a valersi delle opportunità loro offerte, facendo un maggiore uso dei propri diritti e così rivitalizzando l'organo assembleare, il quale potrà allora ergersi a ideale controllore sia della legittimità delle politiche economiche prescelte dagli amministratori, che dell'opportunità delle scelte gestorie: l'eventuale, di per sé legittima, assunzione di politiche contrassegnate da un elevato tasso di rischiosità, se non condivisa da un'assemblea debitamente informata, può condurre alla revoca dei componenti dell'organo amministrativo. Il maggiore attivismo assembleare innescherà infatti un circolo virtuoso, sostanziandosi in una rinnovata dialettica tra soci e amministratori, nonché tra maggioranza e minoranza. I soci potranno controllare più agevolmente il *management*, e quest'ultimo, sentendosi maggiormente scrutinato, troverà un contropotere – la cui assenza ha costituito il terreno di coltura degli scandali finanziari che hanno segnato le cronache giudiziarie in materia societaria dell'ultimo decennio – in grado di bilanciarlo. Le minoranze, specie se (qualificate, e dunque) organizzate potranno così legittimamente aspirare a esercitare pienamente il proprio ruolo, abbandonando quell'atteggiamento apatico tradizionalmente loro ascritto quale condotta *razionale*.

È giunto ora il momento di interrogarsi sulla bontà della rotta intrapresa dal legislatore di Bruxelles: è cioè necessario chiedersi, formulando un giudizio prognostico – la Direttiva è entrata in vigore da troppi pochi anni per poter dare una risposta definitiva, che possa beneficiare del riscontro di significativi dati empirici – se l'assioma summenzionato possa dirsi concretamente fondato,

---

dall'intervento e dal voto in efficiente attivismo, funzionale ad una continua, costante e proficua opera di monitoraggio sugli amministratori».

<sup>(435)</sup> La Direttiva *shareholders' rights* si pone perciò al contempo l'obiettivo di semplificare alcuni meccanismi la cui laboriosità viene percepita come un ostacolo, e di attribuire agli azionisti maggiori prerogative, che donino effettività alla loro partecipazione (consentano loro cioè di incidere effettivamente sugli equilibri societari): le due tipologie di intervento sono dunque entrambe tese a rendere maggiormente appetibile una condotta attiva.

<sup>(436)</sup> Secondo LATHAM M. – *The Internet Will Drive Corporate Monitoring* (draft 22 October 1999), in Corporate Governance International, June 2000, disponibile al sito <http://www.votermedia.org/publications/InternetWillDriveCorporateMonitoring.pdf>, p. 1 «Although rational voter apathy should be especially prevalent among small investors, the power of the internet for exchanging information cheaply will be an effective antidote.»: l'autore considera infatti (cfr. l'*abstract*) Internet quale lo strumento che «will awaken the sleeping giant of corporate governance – individual investors»; cfr. anche GUERRIERI G. – *Il recepimento della direttiva shareholders'rights: il legislatore scommette ancora sulla voce degli azionisti (di società quotate)*, cit., p. 524: «In effetti, l'utilizzo di Internet rappresenta, senza dubbio, uno strumento di democrazia assembleare al contempo semplice ed efficace».

ovvero se l'ampliamento del novero dei diritti partecipativi dei soci e l'agevolazione del loro esercizio possano davvero stimolarne l'attivismo.

Preme contestualmente sottolineare come il puntuale resoconto dell'*iter* che ha portato all'entrata in vigore della Direttiva *Shareholders' Rights*, di cui si è dato conto nelle pagine che precedono, avesse lo scopo primario di individuare il sostrato concettuale alla base della Direttiva, ma al contempo intendesse verificare se le idee sviluppate in seno all'High Level Group of Company Law Experts e abbracciate dalla Commissione fossero realmente condivise sia a livello politico, sia da parte degli operatori del mercato, o se al contrario si fossero levate voci dissonanti quanto all'efficacia della strategia varata dal legislatore comunitario. L'approccio al tema della *governance* seguito dalla Commissione non solo non risulta essere mai stato messo in discussione, ma appare anzi essere stato supportato dai vari attori che hanno concorso col proprio contributo alla formazione della Direttiva, tra i quali è dato rilevare una sostanziale, sorprendente omogeneità di posizioni. Al di là di singoli distinguo relativi a questioni di dettaglio, non risulta essere stata infatti avanzata alcuna obiezione fondante di natura metodologica, né a livello politico (Parlamento europeo), né a livello dei protagonisti dei mercati (*respondents* alle molteplici consultazioni promosse dalle istituzioni comunitarie): in particolare, non si nasconde come, a fronte di una omogeneità istituzionale nel condividere le scelte politiche della Commissione – invero prevedibile, anche considerato che queste sono state ingenerate dall'iniziale investitura di un Gruppo di Esperti di chiara autorevolezza – si attendessero riscontri ben differenti soprattutto dalla lettura delle risposte ai documenti di pubblica consultazione pubblicati dalla DG-Internal Market and Services (437).

Nonostante il favore dei *respondents* permangono seri dubbi sull'efficacia della Direttiva: risulta condivisibile il rilievo – confortato dai numerosi riscontri emersi agli esiti delle indagini giudiziarie concernenti i grandi scandali finanziari europei registratisi nei primi anni del nuovo millennio – secondo cui l'assenteismo dei soci si traduce nel perlomeno potenziale “depauperamento” dell'organo assembleare, ed è altresì condivisibile l'affermazione secondo cui la farraginosità e l'alea d'incertezza connaturate a determinati meccanismi costituiscono un disincentivo alla partecipazione; pare invece fortemente discutibile, per le ragioni che si andranno

---

<sup>(437)</sup> A onor del vero va sottolineato come agli esiti delle consultazioni siano state pubblicate le sole sintesi delle risposte pervenute alla Commissione, e che quindi il *feedback* del consenso dei mercati nel corso del processo di riforma risulti inevitabilmente mediato; è d'altro canto impossibile non notare come i documenti di sintesi non lesinino critiche – sebbene circostanziate, incentrate sui singoli quesiti formulati dalla DG-Internal Market and Services – alle posizioni della Commissione, dal che è possibile inferire che non siano state realisticamente sollevate obiezioni metodologiche radicali sulla linea politica individuata in seno all'High Level Group of Company Law Experts.

ora a enunciare, che le misure poste in essere dalla Commissione possano rappresentare degli efficaci incentivi alla partecipazione <sup>(438)</sup>, e che quindi la realizzazione di un riequilibrio degli assetti della *governance* europea possa fondare sul rafforzamento delle prerogative dei soci <sup>(439)</sup>.

*2.1. Inidoneità delle misure adottate a invertire lo status quo: costi informativi, partecipazione consapevole e free riding*

In realtà il vizio d'origine della Direttiva risiede proprio nella sua premessa, ovvero la convinzione – ribadita come una sorta di formula euristica durante tutte le tappe dei lavori preparatori a partire dall'*Action Plan* del 2003 – che l'ostacolo principale alla partecipazione degli azionisti consista nella mancanza di trasparenza da parte della società, e che una volta imposti in capo a quest'ultima più stringenti oneri di *disclosure*, gli azionisti avrebbero iniziato a esercitare una notevole *moral pressure* sugli amministratori <sup>(440)</sup>.

Le ragioni, peraltro spesso interconnesse, del disinteresse (apatia razionale) degli investitori, fin anche istituzionali, sono in realtà plurime – la mancanza di trasparenza da parte della società non ne è che una <sup>(441)</sup>, e probabilmente nemmeno la più importante – e la Direttiva *Shareholders' Rights* non incide su molte di esse: come già sottolineato, in mancanza di significativi dati statistici sul portato dell'applicazione della Direttiva, non vi sono riscontri certi sull'idoneità degli strumenti proposti a stimolare l'attivismo dei soci, ma appare molto più verosimile che i disincentivi alla partecipazione, che verranno ora esaminati, siano ancora preponderanti rispetto agli incentivi e alle agevolazioni introdotti.

---

<sup>(438)</sup> Tra gli operatori fiduciosi sulle potenzialità della Direttiva, cfr. *inter alios*, WEBER SHANDWICK (<http://www.advisorywebershandwick.it/>) secondo cui «Le nuove norme consentiranno di fatto una maggiore partecipazione alla vita societaria degli azionisti individuali nonché una piena conseguente attuazione della governance societaria.».

<sup>(439)</sup> «Il d.lgs. n. 27/10, dunque, si inserisce in un trend normativo volto ad attribuire alle minoranze un peso partecipativo maggiore di quello che, tradizionalmente, le stesse si sono viste riconoscere e sono, comunque, disponibili ad assumere. Questo sul presupposto che i "proprietari" dell'impresa societaria non possano vedersi relegati, a priori, a quel ruolo di meri investitori su cui pure, anche per il futuro, è prevedibile che tenderanno ad appiattirsi, perlomeno nelle società aperte.»: così GUERRIERI G. – *Il recepimento della direttiva shareholders'rights: il legislatore scommette ancora sulla voce degli azionisti (di società quotate)*, cit., 2011, p. 520.

<sup>(440)</sup> «Once disclosure is required, the moral pressure shareholders can exert is considerable.»: così – relativamente alla problematica della remunerazione degli amministratori – *Commission Action Plan on "Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union" - Frequently Asked Questions*, p. 5.

<sup>(441)</sup> «L'enfasi sulla trasparenza riflette 'una risalente tradizione di autonomia dell'investitore, *caveat emptor* e di valutazione individuale del rischio nella disciplina dei mercati finanziari', che risulta ormai fortemente in discussione. [...] l'impostazione tradizionale presenta, infatti, rilevanti imperfezioni di struttura, nella misura in cui trascura la possibile rilevanza sistemica dei limiti cognitivi dei partecipanti al mercato e le molteplici dinamiche della libertà morale dell'individuo.»: così PERRONE A. – *Sistema dei controlli e mercato dei capitali*, in Riv. Soc., 2011, p. 845.

In primo luogo è dato rilevare come la Direttiva – e già prima il *Report* dell’High Level Group <sup>(442)</sup> – concentri le proprie attenzioni sulla rimozione dei costi “informativi” connessi al reperimento dell’informazione in fase assembleare, e dei costi “logistici” legati sia alla difficoltà di essere fisicamente presenti <sup>(443)</sup>, in prima persona, alle riunioni assembleari, che alla complessità dei meccanismi per delegare un soggetto a partecipare in proprio nome. Le misure introdotte (tra le quali meritano di essere annoverati l’obbligo per la società di mettere a disposizione, anche avvalendosi del proprio sito Internet, tutto il materiale riguardante l’assemblea e le condizioni di utilizzo dei diritti sociali, nonché la possibilità di votare *in absentia*, ma anche di contribuire alla fissazione dell’ordine del giorno) paiono certamente – perlomeno in astratto – idonee alla riduzione di detti costi.

Accanto ai costi informativi e logistici, chi intende partecipare scientemente all’assemblea deve però necessariamente affrontare anche dei costi “cognitivi” legati all’elaborazione dell’informazione ricevuta, sui quali la Direttiva non va a incidere: l’aver reso più agevoli al socio il reperimento dei documenti societari e la partecipazione non risolve infatti il problema “intermedio” di decidere con cognizione di causa quale condotta tenere, quali iniziative assumere e soprattutto come votare <sup>(444)</sup>.

---

<sup>(442)</sup> Cfr. *supra*, par. 2.1.1., lett. b).

<sup>(443)</sup> Notava FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *Developments in Corporate Governance 2011 – The impact and implementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Codes*, December 2011, disponibile all’indirizzo: <http://www.frc.org.uk/getattachment/5f4fada9-2a88-43a4-bbec-be15b6519e79/Developments-in-Corporate-Governance-2011-The-impact-and-implementation-of-the-UK-Corporate-Governance-and-Stewardship-Codes.aspx>, p. 28, come un ostacolo di natura “logistica” sia rappresentato anche dalla concentrazione delle assemblee annuali nel medesimo periodo dell’anno, ovvero nel mese di maggio; sempre quanto ai costi logistici, il FRC segnalava altresì (*Id.*, p. 26) come si stia affermando la tendenza da parte di alcune società quotate a modificare di volta in volta la *location* degli *annual meetings*, opzione questa che, in combinato con la mancata messa a disposizione di mezzi di comunicazione a distanza, scoraggia la partecipazione degli investitori domestici, istituzionali e *retail*, che tradizionalmente sarebbero comunque più attivi rispetto a quelli stranieri. Quanto all’effettivo uso dei diritti partecipativi esercitati *in absentia*, PEDERZINI E. – *Intervento del socio mediante mezzi di telecomunicazione e democrazia assembleare*, *cit.*, p. 120/I correttamente desume dagli esempi, fallimentari, del mancato utilizzo del voto a distanza di cui all’originario art. 127 TUF. per le società quotate, e dall’altrettanto scarsa partecipazione mediante il voto per corrispondenza nelle società privatizzate (dove peraltro la previsione del voto a distanza era obbligatoria) l’«inesistenza di una corrispondenza biunivoca tra legittimazione al voto a distanza e accresciuta propensione dei soci a prendere parte alle riunioni assembleari o, quanto meno, ad esprimere il voto.», pur concedendo che altri, più duttili, mezzi tecnologici avrebbero forse potuto sortire migliori effetti.

<sup>(444)</sup> Cfr. PEDERZINI E. – *Intervento del socio mediante mezzi di telecomunicazione e democrazia assembleare*, *cit.*, p. 108/I: «se Internet e le tecnologie digitali possono ridurre i costi della distribuzione (diffusione) e dell’acquisizione (reperimento e raccolta) dell’informazione, non sono in grado di ridurre né tantomeno di eliminare i conseguenti costi di elaborazione, vale a dire di corretta decodificazione, comprensione, interpretazione dell’informazione: in altri termini, della sua traduzione in efficiente regola operativa, quindi in voto informato.».

Lo studio dei dati offerti dalla società, come delle proposte formulate da altri azionisti, richiede infatti mediamente una serie di specifiche competenze (perlomeno) in campo economico e giuridico che la maggior parte degli azionisti non può vantare, oltre a un'oblazione di tempo non indifferente, che si traducono in costi indubitabilmente insostenibili per l'investitore medio-piccolo e, precludendogli una partecipazione consapevole, fungono da disincentivi alla partecipazione *tout court*. È dunque illusorio pensare che le misure disposte dal legislatore di Bruxelles possano incentivare – come era stato pure ritenuto <sup>(445)</sup> – la partecipazione dei piccoli investitori <sup>(446)</sup>, e qualora anche dovessero incrementare la partecipazione, questa non sarebbe comunque supportata da un sufficiente livello di informazione, e si profilerebbe di conseguenza, come si vedrà oltre, come pericolosa e controproducente per l'assunzione di scelte “gestorie” ponderate. Gli sforzi per dotarsi delle conoscenze necessarie a partecipare si rivelano a maggior ragione irragionevoli nelle ipotesi tutt'altro che infrequenti di risparmiatori che detengono plurimi pacchetti azionari differenziati, che coerentemente comporterebbero per il soggetto che voglia partecipare consapevolmente alle assemblee di ogni società di cui è azionista, un'allocazione direttamente proporzionale delle proprie risorse.

---

<sup>(445)</sup> Sarebbe scorretto infatti dare per scontato che il *target* del legislatore comunitario sia esclusivamente rappresentato dagli investitori istituzionali. A riprova del diffuso (e ingiustificato) ottimismo delle istituzioni europee riguardo alla capacità dell'emananda Direttiva di incentivare anche i piccoli investitori, cfr. per tutti COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO – *Parere del Comitato economico e sociale europeo in merito alla Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa all'esercizio dei diritti di voto da parte degli azionisti di società aventi la sede legale in uno Stato membro e le cui azioni sono ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato e recante modifica della direttiva 2004/109/CE*, cit., p. 43, sub par. 4.1.1: «A breve termine, a beneficiare della proposta [di Direttiva] saranno principalmente gli investitori istituzionali che attualmente hanno in portafoglio azioni transfrontaliere. [...]»; ma (sub par. 4.1.2) «Nel lungo periodo, la proposta potrebbe incitare i piccoli investitori, attualmente scoraggiati dall'acquisto di azioni transfrontaliere dagli elevati costi associati al voto, ad aumentare il capitale investito in azioni di questo tipo. Ciò consentirà loro di diversificare ulteriormente il loro portafoglio in modo da ridurre il rischio.»; come già precisato, a livello comunitario andavano peraltro segnalandosi istanze tese alla realizzazione di una democrazia azionaria (cfr., *supra*, le nn. 297 e 375). Anche sul tema della differenziazione degli investimenti si tornerà *infra*. Merita peraltro sottolineare come la stessa Securities and Exchange Commission statunitense, nel documento SEC – *Analyzing Analysts Recommendations*, ult. mod. 30 agosto 2010, disponibile all'indirizzo <http://www.sec.gov/investor/pubs/analysts.htm>, esorti i piccoli investitori ad affrontare i costi di studio necessari per poter investire consapevolmente – non è dato sapere se sulla scorta della convinzione che tale condotta attiva sia da essi realisticamente adottabile, o se, come appare più probabile, il documento miri a costituire un semplice *caveat* – affermando che «As a general matter, investors should not rely solely on analyst's recommendation when deciding whether to buy, hold, or sell a stock. Instead, they should also do their own research – such as reading the prospectus for new companies or for public companies, the quarterly and annual reports filed with the SEC – to confirm whether a particular investment is appropriate for them in light of their individual financial circumstances. [...] We advise all investors to do their homework before investing [...] take time to investigate».

<sup>(446)</sup> I piccoli investitori costituiscono peraltro i soggetti che maggiormente possono patire le conseguenze negative della c.d. *cacofonia digitale*, ovvero della ridondanza della sovrainformazione, che può scoraggiare, anziché alimentare, il desiderio di investire nello studio dell'informazione societaria. Sarà interessante verificare i dati statistici concernenti la partecipazione degli investitori *retail* a seguito della recezione della Direttiva *Shareholders' Rights*, partecipazione che attualmente si attesta al di sotto del punto percentuale: cfr. LUISS CERADI, LINDENAUER CENTER FOR CORPORATE GOVERNANCE, GEORGESON – *Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze – FTSE MIB, Proxy Season 2010*, cit., p. 30 ss.

I costi “cognitivi” devono naturalmente essere affrontati anche dagli investitori istituzionali, che rappresentano i destinatari principali delle attenzioni del legislatore comunitario. Più precisamente, le misure varate con la Direttiva paiono idonee a ridurre – benché non ad eliminare<sup>(447)</sup> – le disparità tra investitori domestici e stranieri quanto all’accessibilità all’informazione e alla partecipazione<sup>(448)</sup>, ma lasciano impregiudicato per entrambe le tipologie il problema di decodificare l’informazione ricevuta. Teoricamente questa tipologia di investitori avrebbe le possibilità di dotarsi dei mezzi per affrontare tali costi di studio e rielaborazione dell’informazione; di un loro maggiore attivismo potrebbero peraltro altresì beneficiare di riflesso i loro clienti<sup>(449)</sup>; anche gli investitori istituzionali però, detenendo solitamente partecipazioni in un elevato numero di società non possono realisticamente fronteggiare l’analisi del materiale relativo a ogni singola emittente di cui detengono le azioni e si trovano nella migliore delle ipotesi a dover selezionare la qualità della propria partecipazione, andando a scegliere relativamente a quali delibere essere maggiormente vigili e attivi.

È invero opportuno sottolineare che la categoria degli investitori istituzionali viene spesso erroneamente considerata quale un *unicum* indistinto<sup>(450)</sup>, mentre in realtà individua una serie di soggetti (banche, società di assicurazioni, *hedge funds*, fondi mutualistici, fondi pensione, *investment trusts*, fondi sovrani statali) aventi caratteristiche talvolta estremamente diverse tra loro e contraddistinti in particolare da differenti propensioni al rischio e correlative differenti strategie

---

<sup>(447)</sup> La posizione degli investitori stranieri risulta tuttora deteriore, ponendosi per essi il problema della disponibilità del materiale relativo alla gestione e alle assemblee nella sola lingua della società emittente, che implica la necessità di sostenere i relativi costi di traduzione: si tratta, come precisato *supra*, di una tematica già segnalata all’attenzione della Commissione, ma espunta dal testo finale della Direttiva, essendo stato ritenuto preferibile che l’emittente rediga e metta a disposizione dei propri azionisti stranieri una traduzione dell’informazione rilevante su base esclusivamente volontaria (cfr. in particolare il Secondo Documento di consultazione, di cui al par. 2.2.1., lett. d) ).

<sup>(448)</sup> Cfr. in tal senso COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Commission Staff Working Document, Annex to the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the exercise of voting rights by shareholders of companies having their registered office in a Member State and whose shares are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2004/109/EC – Impact Assessment, cit.*, p. 38: «Institutional investors that own cross-border shares in their portfolios are supposed to be the main beneficiaries of the present proposal, since they are in the short term supposed to gain more from a reduction on cross-border voting costs».

<sup>(449)</sup> È ovvio, naturalmente, che tali costi verrebbero poi comunque ripartiti tra i clienti stessi, sotto forma di un innalzamento degli oneri gestori.

<sup>(450)</sup> Lo si è già accennato (cfr. *supra*, par. 2.1.3.) e si avrà modo di precisarlo oltre (cfr. *infra*, par. 2.2.2. b) ). «L’attivismo degli investitori istituzionali è necessariamente influenzato dalla tipologia e stile di investimento: *doing activism* richiede infatti un notevole impiego in termini di capitale e competenze. *Portfolio managers*, che perseguono strategie quantitative, difficilmente sostengono tali pratiche così come quei fondi che per la loro natura investono piccole posizioni su una moltitudine di compagnie con dei costi di gestione generalmente molto bassi.»: così BIANCONI F. – *L’attivismo delle minoranze in Italia: un commento*, in LUISS CERADI, LINDENAUER CENTER FOR CORPORATE GOVERNANCE, GEORGESON – *Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze – FTSE MIB, Proxy Season 2010, cit.*, p. 37.

operative. Sarebbe dunque inesatto sostenere, con una pericolosa generalizzazione, che *tutti* gli investitori istituzionali tendono a rifuggire dall'analisi della documentazione societaria <sup>(451)</sup>; ciononostante, è possibile altresì affermare che la Direttiva, pur facilitando la partecipazione di chi già prendeva parte alle riunioni assembleari (e forse contribuendo alla rottura degli indugi da parte di soggetti comunque prevalentemente propensi ad una condotta attiva), non incide sulla riduzione dei costi "cognitivi", e dunque non incentiva realmente l'attivismo dei soci inattivi; non contribuisce, in altri termini, a ridurre sensibilmente il novero dei soggetti apatici, tra cui vanno spesse volte inclusi gli stessi investitori istituzionali <sup>(452)</sup>.

A ulteriore conferma di quanto la sopportazione dei costi cognitivi sia complessivamente antieconomica, si consideri che un investimento nell'informazione consentirebbe sì di ridurre – ma,

---

<sup>(451)</sup> Notori sono l'avversione al rischio da parte dei fondi pensione, e la loro correlativa propensione a effettuare investimenti ponderati, idonei a offrire maggiori garanzie. È però altresì vero che tali fondi mirano a differenziare il proprio investimento al fine di diminuire il rischio di esposizione, e perciò detengono un portafoglio titoli che, come si vedrà *infra* nel testo (par. 2.2.2. a) ) non consente altro se non un attivismo modesto nella varie società di cui il fondo detiene le partecipazioni. Altri investitori maggiormente propensi ad affrontare i costi di studio saranno quelli interessati alla contendibilità del controllo, ovverosia soggetti che costituiscono ancora una minoranza, sebbene particolarmente qualificata, e non escludano di voler divenire maggioranza; si pensi inoltre a coloro che, pur non intenzionati ad arrivare a controllare l'emittente, abbiano comunque effettuato investimenti tali da poter subire un danno notevole in caso di scelte gestorie fallimentari (ipotesi quest'ultima invero concretamente improbabile a fronte della possibilità di limitare il rischio d'impresa differenziando le detenzioni azionarie, come verrà meglio chiarito nel paragrafo successivo); in altre realtà, quale quella statunitense, caratterizzata dalla totale separazione tra proprietà e gestione, gli stessi azionisti che possiedono la quota più significativa del capitale sociale dovrebbero (perlomeno astrattamente; la realtà ha però dimostrato il contrario) essere propensi a investire maggiormente nello studio dell'informazione societaria. Si rileva inoltre come solitamente gli investitori istituzionali domestici siano maggiormente attivi (cfr. *infra* i dati relativi alla partecipazione degli investitori britannici alle assemblee di società *UK based*) rispetto a quelli esteri; tale dato risulta però capovolto nella realtà italiana, ove la partecipazione degli investitori istituzionali esteri risulta quasi quattro volte superiore rispetto a quella degli investitori italiani: cfr. in tal senso LUISS CERADI, LINDENAUER CENTER FOR CORPORATE GOVERNANCE, GEORGESON – *Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze – FTSE MIB, Proxy Season 2010, cit.*, p. 30; in particolare *Id.*, p. 35 sottolinea come «Al costante aumento della quota detenuta da questa categoria nel capitale delle società non è [...] seguito un incremento delle posizioni rappresentate in assemblea. L'attitudine al voto degli investitori istituzionali italiani risulta tra le più basse registrate a livello europeo nel comparto; sono stati addirittura tre i *meetings* disertati nell'ultima stagione, pari al 10 % del nostro campione.». Il maggiore attivismo da parte degli investitori stranieri non è peraltro legato esclusivamente alla forte "cultura attivista" dominante in alcuni mercati, quali quelli angloamericani, ma è spesso il portato di specifici oneri legislativi posti in capo agli investitori professionali: cfr. ad esempio, per gli investitori statunitensi, SEC – *Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies*, Release no. IC-25922, Jan. 31, 2003, *cit.*, regola facente data dal 14 aprile 2003.

<sup>(452)</sup> Sottolinea correttamente ENRIQUES L. – *Nuova disciplina delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali: fatti e prospettive alla luce dell'esperienza anglosassone, cit.*, p. 683/I che anche nei sistemi economici statunitense e britannico l'attivismo degli investitori istituzionali costituisca «un'eccezione rispetto a una prassi generalizzata di passività»; si rinvia al medesimo Autore per la disamina (*Id.*, p. 684/I ss.) delle differenti modalità di intervento solitamente prescelte nei Paesi summenzionati per instaurare un dialogo con il *management*. Secondo PEDERZINI E. – *Intervento del socio mediante mezzi di telecomunicazione e democrazia assembleare, cit.*, p. 108/I, non è possibile dunque «fare assegnamento sugli investitori professionali per l'esercizio di un ruolo di "mediatori dell'informazione". Non perché essi non ne abbiano astrattamente l'attitudine o le competenze, quanto piuttosto perché una funzione di questo tenore appartiene a quell'attivismo che gli stessi investitori istituzionali hanno dimostrato di esercitare con cauta parsimonia».

si badi bene, senza alcuna garanzia di eliminare recisamente – l'accadimento di condotte illegittime da parte del *management*, ma rappresenterebbe una voce di spesa la cui effettiva utilità potrebbe essere ritenuta discutibile, perché non garantisce comunque la fruttuosità dell'investimento azionario: il valore finanziario di una società quotata e la capacità di questa di produrre utili sono infatti influenzati da una notevole serie di variabili, caratterizzate dall'alto tasso di aleatorietà, e dipendenti talora da fattori contingenti o eventi meramente fortuiti, nonché dalle generali congiunture economiche. Non è invero necessariamente scontato che il valore – perlomeno quello finanziario – della società debba essere direttamente proporzionale all'efficienza dell'amministrazione, o al puntuale monitoraggio su di essa: a fronte di questo notevole margine d'incertezza, l'investimento cognitivo appare ancora meno attraente (e, conseguentemente, probabile).

Un altro elemento che concorre a rendere antieconomico l'investimento conoscitivo che consentirebbe una partecipazione consapevole è rappresentato dalle possibili condotte improntate al *free riding* <sup>(453)</sup>: quello della gestione del risparmio può a ragione essere considerato un mercato concorrenziale piuttosto concentrato <sup>(454)</sup>, i cui attori occupano delle posizioni relazionali; è ragionevole ritenere che, qualora un investitore istituzionale decidesse di affrontare i costi di studio che lo potrebbero far propendere – con un'opzione ineliminabilmente connotata da una notevole alea di discrezionalità – per un determinato investimento, gli altri investitori concorrenti potrebbero essere spinti a una condotta emulativa, adottando le medesime scelte senza però aver sostenuto i relativi oneri: appare di conseguenza razionale che nessun investitore sia attratto dall'idea di “fare il primo passo” e fornire un vantaggio ai propri *competitors* <sup>(455)</sup>.

È inoltre invalsa nella prassi la tendenza da parte dei grandi investitori istituzionali ad affidarsi alla consulenza finanziaria di società di *proxy advisors* esterne, che si incaricano di consigliare le azioni di quali emittenti acquistare e come votare ai *general meetings* <sup>(456)</sup>; anche a

---

<sup>(453)</sup> Sulla centralità della problematica del *free riding* (o *collective action problem*) degli investitori e sulle proposte avanzate per contrastarlo cfr. SULLIVAN R. – *Walker plan points finger at 'freeriders'*, Financial Times, 29 novembre 2009, disponibile all'indirizzo <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/8a634d02-db84-11de-9424-00144feabdc0.html#axzz2706U1v9E>.

<sup>(454)</sup> JAMES MOORE – *Investors told to take a share of responsibility*, The Independent, 26 agosto 2009, disponibile all'indirizzo <http://www.independent.co.uk/news/business/analysis-and-features/investors-told-to-take-a-share-of-responsibility-1777230.html>, riportando le parole di Liz Murrall, IMA's Director of corporate governance, segnalava che il 68% dei valori mobiliari britannici sono gestiti da solo 32 *fund managers*.

<sup>(455)</sup> Sulla posizione del Walker Review a proposito del fenomeno del *free riding* degli azionisti cfr., *infra*, n. 528.

<sup>(456)</sup> BIANCONI F. – *L'attivismo delle minoranze in Italia: un commento*, in LUISS CERADI, Lindenauer Center for Corporate Governance, Geogeson – *Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze* –

tacere dei problemi legati alla trasparenza dell'operato di tali soggetti (ovvero sui metodi utilizzati per redigere le consulenze <sup>(457)</sup>) e al loro grado d'indipendenza di giudizio rispetto alle società prese in esame – tema questo su cui va registrato il recente interesse delle istituzioni comunitarie <sup>(458)</sup> – pare che, per le ragioni di cui sopra, la possibilità offerta dalla Direttiva di ottenere più facilmente le informazioni connesse alla società e ai lavori assembleari non sia idonea a invertire questo *trend* e spingere gli investitori a rinunciare ad avvalersi delle società di *advisors* (i cui servizi implicano naturalmente un costo) per sostenere direttamente i costi informativi e conseguentemente apprestare le strutture ritenute idonee a uno studio delle informazioni a disposizione, che aiuti a determinare le politiche di investimento <sup>(459)</sup>. Un'altra procedura notevolmente diffusa, e adottata peraltro anche

---

*FTSE MIB, Proxy Season 2010, cit.*, p. 38, tratteggia correttamente il seguente scenario: «Per tali soggetti [*Pension Funds* e *Mutual Funds*], intraprendere una gestione operativa nel governo delle migliaia di società in cui investono, e capace di incidere nell'attività decisionale, si rivela pressoché impossibile. Il costo di un tale *engagement* si ripercuoterebbe sugli stessi oneri di amministrazione rendendolo insostenibile anche per i loro sottoscrittori. Quindi, considerata anche l'ampiezza dei portafogli, tali iniziative si trovano spesso ad insistere su una moltitudine di compagnie con il modesto obiettivo di ottenere anche lievi miglioramenti strutturali ma con un impiego di risorse contenuto. Questo spiega l'utilizzo sempre più diffuso di consulenti specializzati nella *Proxy Advisory* realizzando quello che potremmo definire un *engagement* indiretto e standardizzato.». Si tratta più precisamente dei c.d. *buy-side analysts* e degli *independent analysts*, su cui si rinvia a SEC – *Analyzing Analysts Recommendations, cit.* Secondo il memorandum *Frequently Asked Questions: Consultation on the EU corporate governance framework*, Strasbourg, 5 April 2011, ref. MEMO/11/218, disponibile all'indirizzo [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-11-218\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-11-218_en.htm), p. 6, «Proxy advisors (i.e. firms providing services to shareholders, such as voting advice for general meetings) have an influence on voting decisions made by shareholders, which in some case may be substantial. Institutional investors, which invest in many companies, might not have the time or resources to assess in detail how they should vote in the general meetings. So, they make use of the services of a proxy advisor, such as voting advice. Also, institutional investors rely more heavily on voting advice for their investments in foreign companies than for investments in their home markets.».

<sup>(457)</sup> Sottolinea CACCHI PESSANI S. – Corporate governance, *sistema dei controlli e intermediari reputazionali negli Stati Uniti d'America dopo il caso Enron*, in *Giur. comm.*, 2003, p. 746/I (in particolare alle pp.773/I-774/I) che, sebbene una sproporzione tra le raccomandazioni d'acquisto e di vendita emesse da analisti che lavorano alle dipendenze di intermediari finanziari possa considerarsi fisiologica a causa della naturale tendenza degli analisti a pubblicare studi su società che ritengono un buon investimento, negli anni '90 del secolo scorso tale sproporzione crebbe esponenzialmente, per passare, sul mercato statunitense, da un rapporto di 6 a 1 registrato nel 1991 al rapporto di 100 a 1 rilevato nel 2000 (i dati sono tratti da un noto studio di Thomas Financial/First Call): cfr. per una spiegazione del fenomeno COFFEE, J.C. JR. – *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid, cit.*, pp. 10-11, e in particolare *sub n. 25*: «a 'sell' recommendation addresses only those customers who own the stock (probably well less than 1%) [...] 'sell' recommendations annoy not only the issuer company, but also institutional investors who are afraid that sell recommendations will 'spook' retail investors, causing them to panic and sell, while the institution is 'locked into' a large position that cannot easily be liquidated.». Sulle problematiche sottese alla necessità di assicurare un'informazione affidabile da parte degli analisti finanziari, cfr. PLATTNER L. – *Analisti finanziari e conflitti di interessi: il caso Enron*, 22 maggio 2002, pubblicato alla seguente pagina Internet [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=315319](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=315319).

<sup>(458)</sup> Cfr. COMMISSIONE EUROPEA – *Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario, cit.*, p. 16, su cui cfr. abbondantemente *infra*, par. 2.2.3.

<sup>(459)</sup> Ciò naturalmente, a meno che gli investitori istituzionali non intendano consorzarsi per sfruttare le economie di scala e così ripartirsi i costi di studio, ipotesi questa poco probabile stante la competizione tra investitori, nonché di difficile realizzazione pratica. Di avviso almeno parzialmente differente pareva essere COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Commission Staff Working Document, Annex to the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the exercise of voting rights by shareholders of companies having their registered office in a Member State and whose shares are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2004/109/EC – Impact Assessment, cit.*, p. 38: «The impact of the present proposal on voting services providers is not so clear-cut.

dai fondi pensione, è rappresentata dall'automazione dei meccanismi di scelta del portafoglio titoli, in particolare tramite sistemi computerizzati che consentono di espungere dal portafogli le azioni degli emittenti – come anche dei titoli obbligazionari emessi dagli Stati – il cui *rating* risulta connotato da una maggiore rischiosità. Anche questo meccanismo, basantesi sulla valutazione della solidità economico-finanziaria dell'emittente effettuata da parte di soggetti terzi (le agenzie di *rating*) la cui trasparenza è stata in passato ed è tuttora, nonostante gli interventi riformatori, oggetto di critiche <sup>(460)</sup>, appare idoneo a disincentivare la più costosa partecipazione attiva, a favore di un giudizio prognostico effettuato *de relato*.

In conclusione, l'intervento del legislatore europeo – secondo cui il ricorso al mercato del capitale di rischio dovrebbe essere incentivato dalla garanzia di effettiva partecipazione – comporta senza dubbio per i soci una riduzione dei costi connessi al reperimento di informazioni in fase preassembleare e alla concreta partecipazione, ma restano inalterati gli enormi costi “di studio” che un azionista dovrà affrontare qualora intenda partecipare consapevolmente ai lavori assembleari; si

---

Some will possibly experience a reduction in their workload, since fewer obstacles to cross-border voting may make some of their services redundant. In this case an increase of the general welfare should correspond to their negative wealth effect. But the lowering of cross-border voting barriers should also allow other intermediaries to enter the voting service market with more cost effective products. Even from the voting services industry point of view, the present proposal could end up in promoting a growth in the recourse to voting services, as lower costs could induce more individual shareholders and institutional investors to make recourse to such services in order to vote at GMs.». In controtendenza, WONG S. C. Y. – *Why stewardship is proving elusive for institutional investors*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, July/August 2010, p. 406, disponibile anche all'indirizzo [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1635662](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1635662)), p. 410 segnala come CalPERS e USS, rispettivamente il più importante fondo pensione californiano per dipendenti pubblici (<http://www.calpers.ca.gov/>) e il più rilevante fondo pensione britannico per i dipendenti del settore universitario e dell'alta formazione (<http://www.uss.co.uk/Pages/default.aspx>) abbiano effettuato significativi investimenti nella formazione di un *management* interno di alto livello, così da ridurre il ricorso ad *advisors* esterni, ed evitare il disallineamento tra gli interessi di *principal* ed *agent* che altrimenti andrebbe inevitabilmente a incidere sulla *performance* complessiva del fondo.

<sup>(460)</sup> Sull'autoreferenzialità del sistema del *rating* cfr. il documento pubblicato dalla Banca Centrale europea HAU H., LANGFIELD S., MARQUES-IBANEZ D. – *Bank Ratings – What Determines Their Quality?*, European Central Bank Working Paper no. 1484, October 2012, disponibile all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1484.pdf>, nonché, a commento, LARIZZA A. – *Banche e derivati: le agenzie di rating danno voti alti agli istituti con cui fanno più affari*, *Il Sole24Ore*, 22 ottobre 2012, disponibile alla pagina <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2012-10-22/banche-derivati-agenzie-rating-193342.shtml?uuid=AbgPXjvG>. In particolare, lo studio rileva come le banche che emettono derivati (che devono essere sottoposti a giudizio da parte delle agenzie di *rating*, le quali vengono lautamente remunerate per il proprio servizio) ricevano sistematicamente le valutazioni migliori; il documento propende piuttosto (p. 26), sulla scia del Dodd-Frank Act, a favore della sostituzione del meccanismo di *rating* tradizionale con un giudizio stilato da associazioni *non-for-profit*. Va segnalato peraltro come le istituzioni comunitarie si siano da tempo orientate nella direzione della regolamentazione del *rating* e della creazione di un'autorità europea incaricata di pubblicare *ratings*, così da andare finalmente a spostare gli equilibri del *rating* e intaccare l'oligopolio di fatto delle tre principali agenzie, tutte statunitensi (cfr. ROMANO B. – *Stretta UE sulle agenzie di rating*, *Il Sole24Ore*, 20 giugno 2012, disponibile alla pagina <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2012-06-20/stretta-agenzie-rating-063746.shtml?uuid=AbLBVCvF>). La medesima direzione è stata peraltro già intrapresa da altri Paesi *leaders* sulla scena economica mondiale (cfr. LOPS V. – *Il rating sul mondo. Cartello di Cina a Russia contro lo strapotere delle tre sorelle Moody's, Fitch e S&P*, *Il Sole24Ore*, 23 ottobre 2012, disponibile alla pagina <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2012-10-23/cina-russia-staunintese-egan-121859.shtml?uuid=AbwpxivG>).

tratta di costi su cui la Direttiva non va a incidere, e sulla cui riduzione ad onor del vero è difficile pensare a possibili soluzioni legislative. L'irrisolto problema dei costi cognitivi rappresenta dunque un primo ostacolo al risveglio del "gigante dormiente" rappresentato dagli investitori istituzionali.

Essendo peraltro il modello europeo continentale caratterizzato da un *management* che è espressione della maggioranza assembleare, sarà per quest'ultima meno pressante – fatta salva naturalmente l'ipotesi patologica di rottura del vincolo fiduciario con gli amministratori che ne sono espressione – l'esigenza di controllare l'operato dell'organo gestorio. I "costi dei controlli" ricadranno quindi sulle spalle dei soli minoritari interessati a investire nello studio, creando una fattuale disparità di posizioni: dato atto dell'impossibilità di ridurre i costi cognitivi, rimane però comunque possibile studiare dei meccanismi volti ad assicurarne la sopportazione su basi più eque, attraverso una loro migliore redistribuzione, come si avrà modo di sottolineare nella dovuta sede (461).

## 2.2. (segue) differenziazione degli investimenti, short termism e controllo ex post dell'operato del management

### a) Teoria del portafoglio

Quello dei costi cognitivi non rappresenta che uno degli ostacoli all'incremento della partecipazione attiva degli azionisti alle attività assembleari. Un'ulteriore alternativa per gli investitori rispetto all'impiego di risorse nello studio della documentazione societaria consiste nella differenziazione del proprio investimento tramite l'acquisto di plurimi pacchetti azionari di emittenti diversi, così da compensare l'occorrenza di uno o più eventuali cattivi investimenti con i rendimenti accordati da altre azioni, e diminuire di conseguenza il tasso di rischio dell'investimento complessivo.

Tale politica costituisce in sostanza l'applicazione della celeberrima *teoria del portafoglio* (462), elaborata da Harry Markowitz (463), secondo cui in un mercato perfettamente concorrenziale nel

(461) Cfr., *infra*, cap. 3.

(462) La definizione di *modern portfolio theory* di cui al vocabolario finanziario del Financial Times (<http://lexicon.ft.com/Term?term=modern-portfolio-theory>) è la seguente: «The theory that an investor can maximise returns by holding a diversified portfolio of assets with different levels of risk. The return from a single asset is less important than how the asset's value moves against overall portfolio values. By looking at the statistical relationship between all the assets in a portfolio, on a risk and return basis, the investor can optimize returns against a chosen level of acceptable risk.».

(463) MARKOWITZ H.M. – *Portfolio selection*, in *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1 (Mar., 1952), p. 77, disponibile all'indirizzo <http://links.jstor.org/sici?sici=0022-1082%28195203%297%3A1%3C77%3APS%3E2.0.CO%3B2-1>.

quale i costi di transazione sono nulli, formato da investitori avversi al rischio che intendono massimizzare la ricchezza finale, la diversificazione delle attività rischiose riduce il rischio all'interno del portafoglio; teoria ulteriormente implementata dal contributo di James Tobin e del suo teorema di separazione <sup>(464)</sup>, secondo cui il rischio va ulteriormente a diminuire qualora il portafoglio costituisca la risultante della combinazione di attività rischiose con attività *risk-free*.

La detenzione di un portafoglio di titoli estremamente variegato – prassi questa invalsa da decenni <sup>(465)</sup>, e considerabile a maggior ragione razionale in un periodo di turbolenza e continua oscillazione dei mercati quale è quello che si sta registrando, specialmente in Europa, negli ultimi mesi – consente di disinteressarsi dello specifico andamento delle singole società in portafoglio, riducendo il rischio complessivo senza dover sostenere alcun costo informativo; costo informativo che peraltro, come già segnalato, non garantirebbe comunque di essere salvaguardati dai rischi: diviene dunque antieconomico optare per una partecipazione attiva e consapevole, perché il beneficio marginale sarebbe irrisorio <sup>(466)</sup>.

Le considerazioni che precedono rendono pertinente e legittimo domandarsi se sia sufficiente allora l'estrema diversificazione dell'investimento a tenere al riparo gli investitori dai rischi, prescindendo da qualsivoglia forma di attivismo. Le recenti crisi dei mercati porterebbero, di

---

Secondo l'Autore è possibile ridurre lo scarto quadratico medio dei rendimenti del portafoglio scegliendo azioni aventi andamenti non perfettamente correlati.

<sup>(464)</sup> TOBIN J. – *Liquidity Preference as Behavior Towards Risk*, in *The Review of Economic Studies*, Vol. 25, No. 2, (Feb., 1958), p. 65, disponibile all'indirizzo <http://www.jstor.org/stable/10.2307/2296205>.

<sup>(465)</sup> Nonostante si ritenga che un portafoglio diversificato debba contenere fra i trenta e i quaranta pacchetti azionari (cfr., *inter alios*, STATMAN M. – *How Many Stocks Make a Diversified Portfolio?*, in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 22, n. 3, September 1987, p. 360, disponibile all'indirizzo [http://www.wiso.uni-hamburg.de/fileadmin/sozialoekonomie/bwl/bassen/Lehre/International\\_Finance\\_I/Lectures/20080506\\_Number\\_of\\_stocks\\_in\\_a\\_diversified\\_portfolio.pdf](http://www.wiso.uni-hamburg.de/fileadmin/sozialoekonomie/bwl/bassen/Lehre/International_Finance_I/Lectures/20080506_Number_of_stocks_in_a_diversified_portfolio.pdf)), e che oltre i cinquanta il beneficio marginale tenda allo zero (cfr. ELTON E.J., GRUBER M.J. – *Risk Reduction and Portfolio Size: An Analytical Solution*, in *The Journal of Business*, vol. 50, n. 4, October 1977, disponibile all'indirizzo <http://pages.stern.nyu.edu/~eelton/papers/77-oct.pdf>, in particolare p. 425), in media, i fondi pensione britannici detengono partecipazioni nella maggior parte delle oltre settecento società quotate sul mercato londinese, mentre i maggiori fondi pensione statunitensi sono azionisti in oltre cinquemila società americane, e i fondi sovrani detengono mediamente azioni di addirittura oltre ottomila emittenti: cfr. WONG S. C.Y. – *Why stewardship is proving elusive for institutional investors*, *cit.*, p. 407, nonché INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION – *Adherence to the FRC's Stewardship Code at 30 September 2011*, June 2012, disponibile all'indirizzo <http://www.investmentuk.org/research/stewardship-survey/>, pp. 5-6.

<sup>(466)</sup> A ciò si aggiunga che la prassi di celebrare la quasi totalità delle assemblee generali a cavallo del mese di aprile costituiva un ulteriore, oggettivo ostacolo alla partecipazione: «Tale realtà, tra l'altro riscontrabile anche in numerosi altri mercati europei, di fatto limita fortemente i tempi a disposizione degli investitori che hanno più titoli in portafoglio per la valutazione delle proposte sottoposte all'approvazione degli azionisti.»: così LUISS CERADI, LINDENAUER CENTER FOR CORPORATE GOVERNANCE, GEORGESON – *Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze – FTSE MIB, Proxy Season 2010*, *cit.*, p. 24 (e cfr. anche la n. 44, p. 43) In tal senso l'introduzione da parte del d.lgs. 27/2010 della possibilità per gli emittenti di differire i tempi per la convocazione dell'assemblea ordinaria tenuta all'approvazione del bilancio (art. 154-ter TUF) va sicuramente valutata con favore.

primo acchito, a pensare proprio il contrario, ma occorre distinguere tra la crisi sistemica – che ha cause e implicazioni macroeconomiche che vanno oltre gli obiettivi della presente analisi, e che richiede rimedi che vanno anch’essi oltre un’ottica di riequilibrio delle regole di *governance* – e i casi di malfunzionamento del governo societario, che rimangono episodici, benché rilevanti, e i cui effetti in capo agli investitori possono essere ragionevolmente edulcorati tramite la detenzione di portafogli sufficientemente differenziati <sup>(467)</sup>. L’impressione è che la detenzione di un portafogli differenziato, quand’anche se ne volesse contestare l’idoneità a prevenire *in nuce* qualsiasi rischio, contribuisca comunque a ridurre sensibilmente l’alea dell’investimento complessivo, e renda senza dubbio meno pressante la scelta qualitativa delle società sui cui titoli investire e la valutazione *ex ante* della possibile *performance* societaria.

#### b) Politiche di *short termism*

Un ulteriore disincentivo alla partecipazione attiva degli azionisti è rappresentato dalle (ancora estremamente) diffuse politiche di *short termism* <sup>(468)</sup>, abbracciate sia dal *management* che, molto spesso, dagli stessi investitori. Per lungo tempo infatti, piani di remunerazione ancorati ai risultati nel breve periodo hanno incentivato gli amministratori a perseguire strategie scarsamente equilibrate, finalizzate al conseguimento del maggior ammontare di utili nel minor tempo possibile <sup>(469)</sup>, trascurando opzioni maggiormente orientate a investimenti destinati a essere remunerativi in

---

<sup>(467)</sup> In via eminentemente teorica sarebbe possibile incentivare politiche d’investimento maggiormente accorte fissando un tetto alla differenziazione degli investimenti, ovvero permettendo agli investitori istituzionali di detenere partecipazioni azionarie di un prefissato numero massimo di società: se la possibilità di differenziazione del rischio fosse minore, gli investitori sarebbero allora auspicabilmente stimolati a scegliere con maggior cautela le società in cui investire, e a monitorare poi costantemente, per tutto il periodo di detenzione delle partecipazioni, l’attività gestoria: è questa l’opinione di WONG S. C.Y. – *Why stewardship is proving elusive for institutional investors*, cit., che a p. 411 riporta esempi di investitori che stanno *volontariamente* riducendo il numero di azioni in portafoglio, per orientarsi verso politiche maggiormente attive. La soluzione dell’imposizione di un *portfolio turnover capping*, oltre a essere facilmente aggirabile, appare radicalmente inaccettabile in quanto si sostanzierebbe in una pesante limitazione della libertà di iniziativa economica, in controtendenza con i valori fondanti di un’economia di mercato, nonché in spregio ai principi consacrati nell’art. 41 della Carta costituzionale italiana.

<sup>(468)</sup> Il vocabolario finanziario del Financial Times ([http://lexicon.ft.com/Term?term=short\\_termism](http://lexicon.ft.com/Term?term=short_termism)) definisce lo *short termism* come «an excessive focus on short-term results at the expense of long-term interests».

<sup>(469)</sup> Il monitoraggio su base trimestrale della *performance* del *management* e la relativa valutazione sulla base di valori di riferimento prestabiliti sono oramai divenuti la norma; merita però di essere segnalato come PARLAMENTO EUROPEO – *Risoluzione del Parlamento europeo del 29 marzo 2012 su un quadro in materia di governo societario delle imprese europee*, 2011/2181(INI), disponibile nell’edizione provvisoria all’indirizzo Internet <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&reference=P7-TA-2012-0118&language=IT&ring=A7-2012-0051>, sub n. 33, accogliendo i rilievi di cui al documento EUROPEAN COMMISSION – DIRECTORATE GENERAL INTERNAL MARKET AND SERVICES – CAPITAL AND COMPANIES – CORPORATE GOVERNANCE, SOCIAL RESPONSIBILITY – *Feedback Statement – Summary of responses to the Commission Green paper on the EU Corporate Governance Framework*, Brussels, 15 November 2011, D(2011), disponibile all’indirizzo [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement_en.pdf), p. 12, propugni la rinuncia all’obbligo di presentare relazioni trimestrali previsto dalla Direttiva *Transparency*, ritenuto non determinante

tempi più dilatati. Il problema dello *short termism* è peraltro acuito dalla previsione di *stock options schemes* – miranti in definitiva a ridurre i costi di agenzia e ad assicurare la coincidenza degli interessi degli azionisti con quelli del *management* – che in numerosi casi hanno spinto l'organo gestorio a scelte connotate da un maggior tasso di rischio e ad investimenti di pronto realizzo, nonostante questa predilezione potesse determinare un'incidenza negativa sulla sostenibilità della società nel lungo periodo <sup>(470)</sup>.

Queste politiche incontrano peraltro il favore di molti investitori <sup>(471)</sup>, che nelle società quotate sono tradizionalmente attratti più dal differenziale tra prezzo di vendita e prezzo di acquisto

per l'informazione degli azionisti e foriero dell'incentivazione di ottiche di breve termine: si tornerà sul punto a breve nel testo e in n. 477.

<sup>(470)</sup> L'intima relazione tra la valutazione dell'operato (e la correlata retribuzione) dei gestori professionali degli attivi nel breve termine, e la conseguente predilezione da parte di questi ultimi di ottiche di breve termine, viene confermata anche da COMMISSIONE EUROPEA – *Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, cit., p. 14. Che le politiche di remunerazione nel settore finanziario, basate sui risultati a breve termine senza tener conto dei corrispondenti rischi, abbiano contribuito alla crisi finanziaria è un dato oramai consolidato: cfr. COMMISSIONE EUROPEA – *Il governo societario negli istituti finanziari e le politiche di remunerazione*, cit., p. 10. In dottrina, cfr. WOOLLEY P. – *Why are financial markets so inefficient and exploitative – and a suggested remedy*, in LSE, *The Future of Finance – The LSE Report*, 2010, p. 121, disponibile al seguente indirizzo Internet <http://harr123et.files.wordpress.com/2010/07/futureoffinance5.pdf>, il quale sottolinea come il paradigma tradizionale che ricostruisce i rapporti economici in termini di rapporti di agenzia offra una visione limitata della realtà nella misura in cui non evidenzia il ruolo degli intermediari finanziari, e nota (*Id.*, p. 133) che «Transaction costs also have a bearing on turnover levels. The move from fixed to competitive brokerage commissions in the US and UK in the late 1970's was a watershed in this respect and the relentless expansion of turnover dates from this period.». Riferisce MALLIN C.A. – *Corporate Governance*, cit., p. 190, come dai dati comparati concernenti la remunerazione del *management* relativa al 1997 fosse emerso che «chief executive officers in the USA earned 45 per cent higher cash compensation and 190 per cent higher total compensation. [...] The difference being largely attributable to the extent of the share option schemes in the USA.».

<sup>(471)</sup> ROE M.J. – *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, p. 242, chiarisce che «If the investor is unable either to form a solid opinion or to diversify the risk, then the investor will need a higher return; a higher return will bias investors and managers toward shorter-term projects that outsiders can evaluate better [...] than the informationally deficient long-term projects». Secondo WONG S. C.Y. – *The UK Stewardship Code: A missed opportunity for higher standards. Could overseas investors emulate a flawed code?*, in *Responsible Investor*, 13 luglio 2010, disponibile sul sito <http://www.responsible-investor.com>, nonché all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1640897>, p. 2, gli accordi finanziari che incoraggiano eccessivamente le politiche di breve periodo, nonché il sovrabbondante livello di intermediazione nella “catena” del possesso azionario, costituiscono pratiche che «tends to weaken an “ownership” mindset», e impediscono di conseguenza un'efficiente *stewardship*. Cfr. anche COMMISSIONE EUROPEA – *Il governo societario negli istituti finanziari e le politiche di remunerazione*, cit., p. 8, secondo cui «La “finanziarizzazione” dell'economia, grazie soprattutto alla moltiplicazione delle fonti di finanziamento/di apporto di capitale, ha introdotto nuove categorie di azionisti. Queste sembrano spesso mostrare uno scarso interesse per gli obiettivi a lungo termine della *governance* delle imprese/degli istituti finanziari nei quali investono e possono esse stesse sollecitare un'eccessiva assunzione di rischi a causa di orizzonti di investimento relativamente brevi, se non addirittura molto brevi (trimestrali o semestrali). A tal proposito, il tentativo di adeguare gli interessi dei dirigenti a queste nuove categorie di azionisti ha amplificato tali assunzioni di rischi e, in molti casi, ha contribuito a un'eccessiva remunerazione dei dirigenti, sulla base del valore a breve termine dell'azione dell'impresa/istituto finanziario come unico criterio di prestazione». Nello stesso senso, cfr., *inter alios*, PORTALE G.B. – *Proprietà e organizzazione dell'impresa (per gli ottant'anni di Guido Rossi)*, in *Banca, Borsa e titoli di credito*, 2011, p. 415, che icasticamente afferma: «al piccolo risparmiatore, finanziariamente non istruito ed isolato, oggi sono subentrati gli investitori professionali, non interessati alla contendibilità del controllo, ma alla sola massimizzazione dell'utile: con l'aspirazione, pertanto, a dismettere a breve o a brevissimo termine le azioni acquistate».

delle azioni che dal conseguimento di utili sicuri nel lungo periodo, generati dalla virtuosa amministrazione della società <sup>(472)</sup>.

Naturalmente non tutti gli investitori – un errore frequente, come già sottolineato, è quello di considerarli come un *unicum* indistinto – sono ontologicamente destinati ad acquistare per rivendere alla prima oscillazione favorevole delle quotazioni di borsa: i fondi pensione, ad esempio, effettuano i propri investimenti privilegiando ottiche di più lungo periodo, connotate da una minore avversione al rischio e una maggiore attenzione per la distribuzione dei dividendi <sup>(473)</sup>. Non deve quindi escludersi che tra le varie tipologie di investitori istituzionali non ve ne siano alcune – nella specie, coloro che devono far fronte a obbligazioni a lungo termine nei confronti dei propri beneficiari, quali le compagnie di assicurazione del ramo vita, i fondi pensione, specie se pubblici, e anche i fondi sovrani – che possano essere interessate a una presenza maggiormente attiva in società, perlomeno per sincerarsi che la gestione sia improntata a un basso tasso di rischio <sup>(474)</sup>.

Non mancano invero i propugnatori dell'idea che anche l'impegno attivo da parte degli investitori nel (solo) breve termine possa avere effetti positivi, agendo da catalizzatore di mutamenti

<sup>(472)</sup> Secondo un'indagine empirica effettuata da World Federation of Exchanges, il periodo medio di detenzione delle azioni (c.d. *average stock holding period*, o *share turnover velocity*), che negli anni '80 del secolo scorso era di circa cinque anni, si attesterebbe oggi su otto mesi: il dato, riportato dal memorandum *Frequently Asked Questions: Consultation on the EU corporate governance framework*, cit., p. 3, è tratto dal sito [www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org) e confermato da WOOLLEY P. – *Why are financial markets so inefficient and exploitative – and a suggested remedy*, cit., p. 133. Al di là della tendenziale predilezione da parte degli azionisti per lo *short termism*, non è invero dimostrato che compagini che adottano ottiche di lungo periodo perseguano effettivamente lo scopo di lucro meglio che non società il cui *management* ha maggiormente focalizzato le proprie attenzioni su ottiche di breve periodo.

<sup>(473)</sup> COMMISSIONE DI VIGILANZA SUI FONDI PENSIONE – *Relazione per l'anno 2011*, consultabile all'indirizzo <http://www.covip.it/wp-content/uploads/RelazioneAnnuale2011.pdf>, p. 46) rileva però che, relativamente ai titoli obbligazionari, la detenzione media in portafoglio da parte dei fondi pensione è pari a solo 3,7 anni. Per promuovere ottiche di più lungo periodo, la Commissione (*Id.*, p. 79) sottolinea «l'opportunità che, per taluni strumenti, possa essere impiegato il criterio del costo storico. Sul punto la COVIP ha espresso il proprio favore per una eventuale modifica legislativa dei criteri contabili dei fondi pensione con particolare riguardo all'introduzione di una deroga al criterio del *mark to market* per attività che sono destinate a permanere stabilmente nel patrimonio del fondo.»; sulla relazione della COVIP cfr. anche LO CONTE M. – *Oltre il Tfr – L'aiuto (possibile) dei fondi pensione al Tesoro italiano*, ne Il Sole24Ore, 18 giugno 2012, disponibile all'indirizzo <http://marcoloconte.blog.ilsole24ore.com/2012/06/laiuto-dei-fondi-pensione-al-tesoro-italiano.html>.

<sup>(474)</sup> Rileva in proposito PALMITER A.R. – *Dark Matter in US Corporation (Corporate Governance in the United States)*, cit., p. 7, come nel 2010, nel corso dei lavori preparatori all'emanazione del Dodd-Frank Act statunitense, venne per la prima volta concessa l'audizione al Congresso degli investitori istituzionali, che dettero quindi prova di sapersi organizzare in una *lobby*. *Contra*, LENER R. – *Gli amministratori indipendenti*, cit., p. 133, sub n. 26 dà conto della passività dei gestori dei fondi pensione statunitensi nella conduzione delle attività di investimento. Di opinione diametralmente opposta appaiono AGUILERA R., YIP G. – *Global strategy faces local constraints*, Financial Times, 27 maggio 2005, disponibile all'indirizzo <http://www.ft.com/cms/s/2/76055086-cdd2-11d9-9a8a-00000e2511c8.html#axzz2NBFOXqym>, secondo cui «Although many UK shareholders are large institutions, such as pension funds, these generally play passive roles compared with the shareholder activism that arose in the US among institutional investors such as Calpers.» In proposito, chiosa MALLIN C.A. – *Corporate Governance*, cit., p. 106, che «The US institutional investors tend to be much more proactive in corporate governance and this stance has started to influence the behavior of both UK institutional investors and UK companies.».

a livello di governo societario e accrescendo la consapevolezza degli altri azionisti <sup>(475)</sup>: tale ultima osservazione appare certamente condivisibile ove si considerino gli interventi fulminei sul mercato da parte di *hedge funds* particolarmente aggressivi intenzionati ad acquisire il controllo di una società *target*, ma nondimeno necessita rilevare come l'attivismo nel breve periodo sia spesso indirizzato ad attuare manovre speculative – si pensi solo alle minacce di *takeover* formulate proprio da alcuni *hedge funds* al fine di giungere a trattative col *management* in carica – che non hanno alcun intento (e quindi non si curano) di stimolare un'amministrazione virtuosa.

Per arginare lo *short termism* degli amministratori e le derive che ne conseguono sono state sperimentate diverse soluzioni, tra le quali vanno segnalati la previsione della determinazione anticipata dell'ammontare dei compensi (ammontare fisso o, se variabile, trasparenza sulle modalità di determinazione), nonché l'introduzione in seno all'organo amministrativo – suggerita dai codici di governo societario nazionali – di comitati per la determinazione dell'ammontare della retribuzione degli amministratori stessi, composti da amministratori non esecutivi; sono inoltre allo studio le proposte di ridurre gli obblighi di *disclosure* infraannuali (relazioni trimestrali), così da favorire l'allungamento del periodo minimo necessario a valutare la *performance societaria* <sup>(476)</sup>. Appare dunque agevole, o perlomeno fattibile, un intervento positivo sullo *short termism* degli amministratori. Maggiormente ostica si profila invece l'elaborazione di efficaci deterrenti alla predilezione di ottiche di breve periodo da parte degli investitori <sup>(477)</sup>: il favore per gli investimenti di breve periodo invalso nel mercato costituisce infatti un ostacolo alla partecipazione attiva degli stessi azionisti <sup>(478)</sup>, e fino a quando non sarà incentivata la preferenza per approcci di più lungo periodo, sarà irrealistico pensare che i soci possano accettare di essere maggiormente coinvolti nel governo societario.

---

<sup>(475)</sup> Cfr. COMMISSIONE EUROPEA – *Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, cit., p. 13, in particolare alla n. 44.

<sup>(476)</sup> Cfr. la n. 469.

<sup>(477)</sup> In proposito, COMMISSIONE EUROPEA – *Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, cit., invitava i *respondents* a segnalare le eventuali norme di diritto europeo che incentivavano a politiche di *short termism*: per una sintesi delle risposte pervenute alla Commissione (tra cui, come già segnalato in n. 469, merita di essere ricordato perlomeno il rilievo secondo cui uno dei *potential drivers for short-termism* sarebbe costituito dal meccanismo di *reporting* trimestrale), cfr. EUROPEAN COMMISSION – DIRECTORATE GENERAL INTERNAL MARKET AND SERVICES – CAPITAL AND COMPANIES – CORPORATE GOVERNANCE, SOCIAL RESPONSIBILITY – *Feedback Statement – Summary of responses to the Commission Green paper on the EU Corporate Governance Framework*, cit., p. 12.

<sup>(478)</sup> Il problema risulta peraltro acuito nei frequenti casi di detenzione delle partecipazioni attraverso catene di intermediari, che comportano un innalzamento esponenziale dei costi di agenzia, «because short-term performance metrics are typically employed at each link in the chain, additional problems – such as misaligned time horizons and a trader mentality – have arisen»: così WONG S. C. Y. – *Why stewardship is proving elusive for institutional investors*, cit., p. 408.

Merita in proposito di essere segnalato l'incentivo alla detenzione delle azioni per un periodo più lungo introdotto nel nostro ordinamento proprio dal d.lgs. 27/2010, il quale – con una scelta inedita in quanto non suggerita dalla Direttiva oggetto di trasposizione – prevede all'art. 3, co. 9 l'introduzione nel Testo Unico della Finanza dell'art. 127-*quater*, rubricato «Maggiorazione del dividendo»<sup>(479)</sup>. La norma, derogando espressamente al contenuto dell'art. 2350, co. 1 c.c., che stabilisce la proporzionalità del diritto agli utili nell'ambito della medesima categoria di azioni, disciplina la possibilità che lo statuto attribuisca il diritto a una maggiorazione del dividendo a fronte della detenzione delle azioni per un periodo continuativo minimo, la cui determinazione viene demandata allo statuto stesso. È palese che la *ratio* della norma sia quella di rendere meno attraente lo *short termism*<sup>(480)</sup>, ma quand'anche tale disposizione – che si profila come rispettosa delle dinamiche proprie del libero mercato<sup>(481)</sup> – si possa rivelare idonea a incentivare ottiche di lungo periodo, essa non pare comunque adatta a incoraggiare l'attivismo azionario<sup>(482)</sup>, in quanto la

---

<sup>(479)</sup> La norma ha sollevato peraltro dubbi di legittimità costituzionale per un possibile contrasto con l'art. 76 Cost., non risultando “coperta” da alcuna previsione della legge delega: ne danno conto, *inter alios*, STELLA RICHTER JR. M. – *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in Riv. dir. comm., 2011, I, p. 92 ss., nonché GUERRIERI G. – *Il recepimento della direttiva shareholders'rights: il legislatore scommette ancora sulla voce degli azionisti (di società quotate)*, cit., p. 531, sub n. 134.

<sup>(480)</sup> La stessa relazione illustrativa al D.lgs. 27/2010, disponibile al seguente indirizzo Internet [http://www.tuttocamere.it/files/dirsoc/Schema\\_DL\\_Diritti\\_Azionisti\\_Relazione.pdf](http://www.tuttocamere.it/files/dirsoc/Schema_DL_Diritti_Azionisti_Relazione.pdf) chiarisce (p. 8) come il dividendo maggiorato sia finalizzato a incentivare l'investimento di lungo periodo dei piccoli azionisti, ritenendo questo il presupposto per un loro maggiore coinvolgimento nell'esercizio dei diritti sociali. RESCIO G.A. – *Art. 127-*quater* – Maggiorazione del dividendo*, in M. Fratini, G. Gasparri (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza*, Torino, UTET, 2012, p. 1782, afferma che «Al di là di ogni discussione sull'esservi davvero riuscito, con la presente disposizione il legislatore nazionale, infatti, mira a favorire la partecipazione alle assemblee e il coinvolgimento nella vita sociale di quei soci di minoranza il cui interesse non sia limitato al *trading*, cioè alle operazioni di investimento finalizzate ad un rapido disinvestimento, bensì si mostri compatibile con un programma di permanenza nella compagine sociale per un arco temporale non inferiore a un anno.».

<sup>(481)</sup> STELLA RICHTER JR. M. – *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, cit., p. 91, ritiene che la previsione in parola, inducendo al disinteresse nella gestione e alla mancata movimentazione dell'investimento, e costituendo un limite alla circolazione delle azioni, «riduc[a] il grado di contendibilità della società. Ne risulta allora diminuita l'efficienza del “mercato dei controlli societari” e quindi affievolito uno dei principali e tradizionali strumenti di contenimento dei “costi di agenzia”». Astrattamente, una misura più radicale per favorire ottiche di lungo termine potrebbe consistere nell'introduzione di un *obbligo* di detenzione delle azioni per un periodo minimo, che renderebbe meno agevole il disinvestimento: anche in questo caso però – a prescindere dalle perplessità connesse al sapore istituzionalista “forte” di questa soluzione – quella che verrebbe (eventualmente) stimolata sarebbe solamente la ponderazione nel momento iniziale dell'acquisto delle azioni, ma l'obbligo di detenzione non farebbe comunque nascere un interesse a come la società viene governata, essendo più probabile che l'investitore, trascorso il periodo minimo di detenzione, e venuto quindi meno l'obbligo, liquidi la partecipazione alla prima oscillazione favorevole del titolo. Anzi, l'impossibilità dell'*exit* anticipato si tradurrebbe nell'incentivazione di una condotta inesorabilmente apatica, mentre la soluzione di cui all'art. 127-*quater* TUF, improntata alla “fidelizzazione” degli azionisti tramite la maggiorazione dei dividendi consente perlomeno di far sì che il socio si interroghi sull'opportunità di mantenere il proprio investimento, o di disinvestire rinunciando a percepire gli utili maggiorati (perché in ipotesi un successivo investimento non permetterebbe di conseguire un “premio di fedeltà” nel periodo iniziale), e così facendo presta attenzione alla qualità delle politiche perseguite dagli amministratori.

<sup>(482)</sup> Cfr. STELLA RICHTER JR. M. – *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, cit., p. 90, nonché p. 105, ove più in generale si afferma che «La realtà è che la durata dell'investimento azionario non è un valore per il mercato dei capitali ed è sbagliato introdurre istituti che la premiano...».

norma si sostanzia in un premio di fedeltà per la durata dell'investimento, legato alla detenzione delle partecipazioni, a prescindere dal fatto che la condotta degli azionisti sia o meno attiva <sup>(483)</sup>. Tale stimolo al mantenimento della detenzione delle azioni potrebbe infatti essere sì funzionale a favorire una maggior ponderazione al momento iniziale della scelta della società "a cui legarsi", ma non sembra sufficiente per incentivare anche un interesse alla corretta gestione e il conseguente attivismo, *durante* il periodo di detenzione delle azioni. A questa considerazione non varrebbe peraltro replicare che, nonostante *l'exit* avvenga secondo logiche opportunistiche, l'importante è che gli investitori al momento iniziale optino per una società che offre più garanzie e la cui *policy* sia maggiormente improntata a ottiche di lungo periodo, perché è indimostrato che durante il periodo di detenzione, se non adeguatamente scrutinata, la società perseguirà *effettivamente* obiettivi di lungo periodo. Si consideri inoltre che l'adozione di una politica di differenziazione degli investimenti fa comunque divenire antieconomico un approfondito studio, quand'anche solo iniziale, per scegliere in quali società investire.

Che lo *short termism* rappresenti uno dei principali ostacoli alla partecipazione degli azionisti è un dato ormai consolidato <sup>(484)</sup>, ma ancora non sembra essere stata delineata con chiarezza una strategia politico-legislativa per tentare di arginare il fenomeno. Lo stesso legislatore comunitario nel recente Libro verde sul governo societario <sup>(485)</sup>, nell'avviare uno studio inteso alla individuazione delle possibili modalità d'intervento, si limita a istituire una relazione tra *governance* e ottiche di breve periodo, affermando che «Il governo societario è uno degli strumenti per limitare la pericolosa predilezione per il breve termine e l'eccessiva assunzione dei rischi» <sup>(486)</sup>.

---

<sup>(483)</sup> Il rilievo è condiviso da RESCIO G.A. – *Art. 127-quater – Maggiorazione del dividendo*, cit., p. 1784. *Contra*, cfr. DENOZZA F. – *“L'amministratore di minoranza” e i suoi critici*, cit., p. 772/I, secondo cui «se si ritiene che le prospettive di lungo termine siano meritevoli di maggiore protezione la soluzione [...] sta [...] nell'incentivare la diffusione delle prospettive ritenute più commendevoli, tra tutti gli azionisti. Il che potrebbe essere fatto [...] premiando gli azionisti di minoranza che conservano le loro azioni per lunghi periodi di tempo (oltre che sul piano fiscale, anche su quello societario ad es. con diritti di voto o diritti al dividendo scalari rispetto al tempo di possesso).».

<sup>(484)</sup> Cfr. anche FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *Developments in Corporate Governance 2011 – The impact and implementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Codes*, December 2011, cit., p. 9, che istituisce una relazione tra attitudine al lungo o breve periodo e provenienza geografica (nazionale o meno) dell'investitore.

<sup>(485)</sup> COMMISSIONE EUROPEA – *Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, cit.

<sup>(486)</sup> Più precisamente, secondo la Commissione, tra le problematiche che avevano contribuito a sancire l'inadeguatezza delle regole di *governance*, «There was also a lack of shareholder interest in holding the management accountable for their decisions and actions, enhanced by the fact that many of them hold their shares for only a short period of time [...]. This may contribute to poor management, in particular in companies with dispersed share-ownership.»: così il memorandum *Frequently Asked Questions: Consultation on the EU corporate governance framework*, cit. La relativa Press Release *Quadro di governo societario per le imprese europee: quali sono i miglioramenti necessari?*, Strasburgo, 5 aprile 2011, ref. IP/11/404, consultabile al seguente indirizzo Internet: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/11/404&format=HTML&aged=1&language=IT&guiLangu>

L'impressione è dunque che la “fidelizzazione” dell'azionariato – che dovrebbe costituire uno dei presupposti per il (ri)lancio dell'attivismo assembleare – nelle società per azioni, a maggior ragione se quotate, continui a essere difficilmente realizzabile e lungi dal trovare una realistica soluzione <sup>(487)</sup>.

### c) Controllo *ex post* dell'operato del *management*

Anziché investire in una condotta improntata all'attivismo nel momento fisiologico del rapporto sociale, la prassi degli investitori sembra piuttosto essere quella di allinearsi sulle posizioni del *management* fintantoché la società consegue utili, salvo poi attivarsi per verificarne l'operato e decidere se sostituirlo o meno, nel caso di perdite <sup>(488)</sup>: è solo in caso di danni alla società che verrà messa in discussione la condotta dell'organo amministrativo e se ne verificherà la diligenza dell'operato, mancando invece una vera dialettica virtuosa tra assemblea e amministratori nella fase “normale”, non patologica, della società.

Questa forma di verifica *ex post*, che potrebbe dirsi improntata a un più o meno lucido pragmatismo, è naturalmente lungi dall'essere la modalità di controllo ideale, essendo idonea a imprimere dei “cambiamenti di rotta” esclusivamente a perdite avvenute, non consentendo viceversa di prevenire l'occorrere delle stesse.

Pare dunque che i maggiori poteri che gli *enhanced shareholders' rights* attribuiscono, e che per le ragioni di cui sopra non incentiveranno la partecipazione degli azionisti all'assunzione dei compiti “gestori” dell'assemblea, potranno invece realisticamente essere sfruttati solo in questa del tutto eventuale fase (estrinsecantesi in quella serie di rimedi che vanno dalla revoca alla denuncia al tribunale, passando per la denuncia al collegio sindacale e l'esercizio dell'azione di responsabilità),

---

[age=en](#), p. 1, afferma recisamente che «L'applicazione eccessiva dell'ottica del breve termine ha avuto conseguenze disastrose».

<sup>(487)</sup> In proposito, il basso livello di riscontri (solo la metà dei *respondents* aveva formulato delle proposte, senza peraltro che fosse individuabile l'indicazione di una particolare modalità d'intervento) relativamente alla Question 14 del Green Paper – che domandava quali misure e incentivi dovessero essere adottati per stimolare gli *asset managers* a perseguire obiettivi di lungo periodo – è indicativo della delicatezza del tema e delle incertezze relative alla determinazione di un'efficiente strategia legislativa sul punto (cfr. EUROPEAN COMMISSION – DIRECTORATE GENERAL INTERNAL MARKET AND SERVICES – CAPITAL AND COMPANIES – CORPORATE GOVERNANCE, SOCIAL RESPONSIBILITY – *Feedback Statement – Summary of responses to the Commission Green paper on the EU Corporate Governance Framework*, cit., p. 12).

<sup>(488)</sup> Nello stesso senso, cfr. ANGELICI C. – *Le “minoranze” nel decreto 58/98: «tutela» e «poteri»*, cit., p. 222, secondo cui «È del resto constatazione comune [...] che gli investitori istituzionali seguono tendenzialmente, direi in linea di principio, una strategia di sostegno alla posizione dei *managers*: ciò, ovviamente, salvo il caso di gravi situazioni di crisi, nelle quali peraltro non sono certo misure come quelle che stiamo discutendo a poter porre rimedio.».

e probabilmente l'impulso per la loro attivazione resterà in concreto una prerogativa ad appannaggio dei soli azionisti di controllo.

I dati statistici relativi alla stagione assembleare italiana precedente il recepimento della Direttiva sembrano avvalorare queste conclusioni: gli investitori istituzionali hanno progressivamente focalizzato il proprio attivismo su aspetti circostanziati, e in particolare sull'elezione degli organi <sup>(489)</sup>; sarà interessante dunque verificare, non appena i primi dati saranno disponibili, se le assemblee celebratesi successivamente all'entrata in vigore del d.lgs. 27/2010 saranno caratterizzate da una partecipazione più ampia e meno "selettiva", benché ciò appaia improbabile per le ragioni esposte *supra*.

\* \* \*

Poiché la ragione della mancata partecipazione sembra essere individuabile nella sussistenza di troppi disincentivi che rendono antieconomico l'attivismo assembleare, è doveroso chiedersi se l'apatia costituisca il portato non tanto di una fisiologica inidoneità degli azionisti ad assumere un ruolo attivo, quanto piuttosto dalla mancanza di effettivi incentivi, ovvero dall'insufficienza del rafforzamento dei diritti dei soci, così come realizzato dalla Direttiva stessa. È forse ipotizzabile l'attribuzione ai soci di ulteriori diritti, rispetto a quelli accordati dalla *Shareholders' Rights Directive*, che possano innescare una condotta virtuosa? È ad esempio possibile che la partecipazione venga stimolata attraverso la previsione *statutaria* di diritti pecuniari o amministrativi? Per indirizzare gli investimenti degli investitori, specie se istituzionali, può rilevare che una società conceda maggiori poteri di *voice* ai propri azionisti? E in tal caso, potrebbe trattarsi di poteri esercitabili nella fase fisiologica, o – preso atto dell'inidoneità degli azionisti ad assumere un ruolo attivo – le uniche prerogative realmente appetibili sono quelle destinate a conferire poteri più incisivi nel caso in cui si dovessero riscontrare delle perdite e si volessero prendere i conseguenti provvedimenti?

La risposta ai quesiti non è semplice, e sicuramente dipende dai diritti concretamente accordati e dall'entità degli incentivi <sup>(490)</sup>. In ipotesi, se una società concedesse vantaggi esorbitanti

---

<sup>(489)</sup> Cfr. in tal senso BIANCONI F. – *L'attivismo delle minoranze in Italia: un commento*, in LUISS CERADI, Lindenauer Center for Corporate Governance, Georgeson – *Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze – FTSE MIB, Proxy Season 2010*, cit., pp. 38-39.

<sup>(490)</sup> È possibile pensare a diritti di matrice pecuniaria, quali dei privilegi nella distribuzione degli utili, ma anche a diritti di natura amministrativa, quale ad esempio l'abbassamento dei *quorum* per l'esercizio dell'azione di responsabilità da parte dei soci. Si tratterebbe però di prerogative che andrebbero a incidere su delicati equilibri, col rischio di legittimare abusi e di portare all'ingovernabilità della società.

associati alla partecipazione, il livello di presenza attiva in assemblea sarebbe certamente maggiore. È però altresì vero che anche gli incentivi vanno correttamente dosati, per non rischiare di stimolare condotte opportunistiche. Una maggiore partecipazione risulta peraltro misurabile (si pensi a meccanismi remunerativi sulla scorta dei gettoni di presenza), ma non altrettanto può essere detto quanto alla qualità della partecipazione stessa: in altri termini, l'incentivazione dell'attivismo potrebbe stimolare una partecipazione esclusivamente finalizzata al perseguimento del premio partecipativo, senza che ne consegua un maggiore interesse nella qualità della gestione della compagine, e senza che possa essere assicurato che le scelte dell'azionista siano state adeguatamente ponderate.

Premesso che su questi aspetti si tornerà a breve, è da ritenersi che l'incremento del *mero attivismo*, senza che questo sia assistito dalla correlativa consapevolezza, sia cagione per lo più di effetti deleteri. Il conferimento di maggiori poteri a soggetti non sufficientemente o non genuinamente interessati alla gestione non farebbe altro che aumentare il peso specifico del voto "umorale" o (in maggiore o minore misura) inconsapevole, con il rischio che – costituendo oggigiorno le azioni assenti in assemblea, in aggregato, la maggioranza – l'aumento degli azionisti votanti potrebbe rivelarsi determinante per l'assunzione delle delibere e portare all'approvazione di risoluzioni pregiudizievoli per la società. In sintesi, è persino auspicabile che partecipino alle assemblee non tutti i soci, ma solo coloro che siano – ovviamente il possesso di tali caratteri non è misurabile empiricamente – sufficientemente consapevoli e realmente interessati a conoscere e tentare di indirizzare le scelte gestorie <sup>(491)</sup>.

Pare dunque che l'incentivazione della partecipazione (perlomeno nei casi patologici in cui sia necessario, o quantomeno opportuno, pervenire alla sostituzione del *management*) attraverso l'attribuzione di maggiori diritti sia astrattamente possibile – e possa peraltro determinare effetti positivi sul piano spiccatamente psicologico, sui quali si tornerà a breve – ma è fortemente dubbio che possa innescare una condotta virtuosa da parte degli azionisti <sup>(492)</sup>.

---

<sup>(491)</sup> In quest'ottica, desta perplessità che PARLAMENTO EUROPEO – *Risoluzione del Parlamento europeo del 29 marzo 2012 su un quadro in materia di governo societario delle imprese europee, cit., sub n. 38*, propugni la modifica della Direttiva azionisti tramite l'incentivazione del voto elettronico, che potrebbe facilitare appunto il *mero attivismo*, non assistito da una matura contezza in ordine all'oggetto del voto stesso.

<sup>(492)</sup> Sicuramente, inoltre, appare irrealistico che si possa instaurare una sorta di competizione – se non forse nel settore bancario, che per le sue specificità non può essere trattato nel presente lavoro con l'approfondimento che meriterebbe – tra le società per attrarre investitori.

Né l'attivismo verrebbe incentivato attraverso l'imposizione alle società emittenti di ancora più elevati – se mai fosse possibile – *standards* di trasparenza: questi paiono ora essere stati notevolmente ampliati, ma fintantoché gli azionisti non si faranno carico di verificare il contenuto e la veridicità dell'informazione messa a disposizione dalla società (*rectius*, fintantoché il controllo della documentazione societaria non diverrà la prassi, anziché l'eccezione), le previsioni in tema di *disclosure* sono destinate a non avere reale effetto, se non *ex post*, al momento di andare a sindacare la legittimità dell'operato degli amministratori.

In definitiva, dalla presente analisi emerge la figura di un azionista-risparmiatore inesorabilmente apatico e disinteressato, o comunque inidoneo ad assumere un ruolo attivo nella gestione *lato sensu* della società <sup>(493)</sup>: si preconizza di conseguenza che la grande maggioranza dei titolari di azioni di società per azioni quotate non faranno uso dei diritti ad essi attribuiti dalla Direttiva, e più in generale il fallimento della politica del riequilibrio della *governance* attraverso l'incremento del peso specifico della componente assembleare in funzione propositiva e, soprattutto, di controllo.

\* \* \*

Da ultimo, preme evidenziare come le considerazioni che precedono non debbano portare all'estremo di considerare l'intervento legislativo comunitario in un'ottica completamente negativa: la Direttiva ha infatti l'indubbio pregio di agevolare la partecipazione di azionisti che già erano propensi a fare uso dei diritti amministrativi accordati dalle azioni, e di consentire una generale maggior trasparenza quanto all'informazione societaria, a vantaggio di coloro che erano comunque intenzionati a investire nel controllo sulla gestione <sup>(494)</sup>.

---

<sup>(493)</sup> L'insolutezza del problema viene peraltro ammessa dalla stessa Commissione: nel recente documento COMMISSIONE EUROPEA – *Il governo societario negli istituti finanziari e le politiche di remunerazione*, cit., p. 17, viene infatti riconosciuto che «Il disinteresse degli azionisti per la *governance* delle imprese pone in generale la questione dell'efficacia delle regole del governo societario, basate [il corsivo è di chi scrive] sulla *presunzione di un controllo effettivo* degli azionisti per l'insieme delle società quotate.».

<sup>(494)</sup> Forti sono invece i dubbi, lo si ribadisce, quanto all'idoneità della riforma a stimolare la partecipazione di coloro che precedentemente non erano intenzionati a porre in essere una condotta attiva e detenevano le azioni al solo fine di giovare del differenziale tra prezzo di acquisto e prezzo di rivendita. Il ragionamento vale in primo luogo per i singoli azionisti risparmiatori (i riferimenti alla possibilità che anch'essi possano interessarsi alla gestione, e che un rinnovato ruolo degli azionisti consenta nel lungo periodo di arrivare all'auspicata realizzazione della democrazia azionaria paiono destituiti di ogni fondamento), ma appare altresì valido anche per gli investitori istituzionali, specie qualora detengano aliquote del capitale sociale scarsamente rilevanti. La partecipazione consapevole implica infatti dei costi spesso ritenuti ingiustificati, anche a fronte dell'aleatorietà dei ricavi, salvo in ipotesi di investitori interessati alla contendibilità del controllo, o che comunque detengono una partecipazione qualificata che consente loro di valersi di strumenti particolarmente incisivi, come l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori.

Non va d'altronde trascurato quello che potrebbe essere definito l'“effetto psicologico” della riforma sull'investitore. Indipendentemente dall'effettivo ricorso da parte dei soci alle maggiori prerogative loro accordate, l'ampliamento del novero dei diritti degli azionisti, la possibilità di esercitare più facilmente alcuni poteri già loro ascrivibili prima della riforma, nonché la dilatazione degli obblighi di trasparenza in capo agli emittenti, potrebbero rivelarsi forieri di una rinnovata fiducia da parte del generale pubblico degli investitori, nei quali potrebbe ingenerarsi la *percezione* – fondata o meno che essa sia – di investire in un “ambiente legale” realmente più sicuro. In altri termini, la sola *consapevolezza* che l'emittente sia assoggettato a più elevati standard di trasparenza, come la sola astratta *possibilità* di fare ricorso ai nuovi poteri introdotti in via generalizzata per tutte le società emittenti comunitarie (si pensi ad esempio al diritto di contribuire alla formazione dell'ordine del giorno) possono costituire degli stimoli all'investimento, indipendentemente dal fatto che poi venga effettivamente fatto ricorso a queste prerogative <sup>(495)</sup>. Appare nondimeno razionale – perlomeno in via eminentemente teorica, sul presupposto che il novero dei soggetti che si interesseranno alla gestione sia destinato ad aumentare – che anche le società emittenti, consapevoli di poter essere più facilmente scrutinate, vengano spinte a tutelarsi maggiormente, ponendo particolare attenzione nel fornire ai propri azionisti un'informazione completa <sup>(496)</sup>; gli amministratori infine, alla luce della più elevata probabilità (*rectius*, dell'accresciuta possibilità) che le loro eventuali condotte censurabili vengano individuate e la propria responsabilità venga più facilmente accertata dovrebbero essere ulteriormente disincentivati dal porre in essere condotte integranti gli estremi della responsabilità gestoria. Uno degli obiettivi finali dell'intervento comunitario era peraltro proprio quello di ripristinare la fiducia dei mercati e rendere lo spazio europeo più attraente, in generale per coloro che intendano investirvi, e in particolare per coloro – pochi soggetti invero, benché dal rilievo non trascurabile; il primo pensiero va ai fondi pensione – che vogliano partecipare attivamente all'attività sociale: a ragione o a torto <sup>(497)</sup>, sembra che qualche importante passo in tale direzione sia stato compiuto.

---

<sup>(495)</sup> Nella scelta degli investimenti potrebbe dunque rilevare il fatto che le società europee concedano un maggior potere di *voice* ai propri soci (destinato molto probabilmente a essere utilizzato nelle sole ipotesi patologiche).

<sup>(496)</sup> Informazione che comporta naturalmente un innalzamento dei costi per la società e quindi, in via mediata, per gli azionisti tutti.

<sup>(497)</sup> Si noti come la necessità per gli emittenti di addivenire a un più elevato livello di *disclosure* non faccia venire meno il problema della rispondenza al vero delle informazioni da essi fornite. Appare dunque scarsamente razionale ritenere che la posizione degli azionisti risulti maggiormente tutelata dalla Direttiva, qualora questi non effettuino un investimento nello studio dei materiali messi a disposizione della società; investimento che, per le ragioni menzionate *supra*, risulta generalmente antieconomico.

Al di là della percezione che ne può avere il mercato, l'effettiva portata complessiva della Direttiva *Shareholders' Rights* deve però essere necessariamente ridimensionata, non perché i diritti degli azionisti non ne risultino *astrattamente* rafforzati, ma piuttosto perché quelle offerte sono delle opportunità che difficilmente verranno colte dalla maggior parte dei destinatari <sup>(498)</sup>; le nuove misure tese alla valorizzazione del ruolo dei soci non offrono dunque un'alternativa percorribile rispetto alle politiche orientate alla c.d. *apatia razionale*, e la platea degli attori nel teatro del governo della società non pare destinata ad aumentare. Se questo dato dovesse risultare confermato nelle future stagioni assembleari, verrebbe smentito l'assioma secondo cui un azionista dotato di ulteriori poteri li utilizzerà per divenire maggiormente informato e così stimolare una gestione virtuosa; di conseguenza, verrebbero meno i presupposti fondanti dell'intervento legislativo comunitario.

### 2.3. Stewardship e istituzionalizzazione dell'(illusoria) autoregolamentazione del mercato

La materia della *governance* detiene tuttora una posizione privilegiata nell'agenda del legislatore europeo: successivamente all'entrata in vigore della Direttiva *Shareholders' Rights* le istituzioni comunitarie hanno continuato a interrogarsi sul possibile contributo degli azionisti alla creazione di meccanismi virtuosi di governo societario e sulle modalità di rimozione degli ostacoli alla loro partecipazione attiva, nell'inalterata convinzione che l'implementazione dei diritti – specie informativi <sup>(499)</sup> – degli azionisti di società quotate possa incentivarne l'attivismo e facilitare quindi il controllo assembleare sull'operato dell'organo gestorio.

---

<sup>(498)</sup> Non sono ad oggi ancora disponibili i dati relativi alla prima stagione assembleare celebrata nel vigore delle nuove regole, ad eccezione dell'assemblea di Prysmian S.p.a. (già Pirelli Cavi e Sistemi S.p.a.), tenutasi nel gennaio 2011: lo studio LUISS CERADI, LINDENAUER CENTER FOR CORPORATE GOVERNANCE, GEORGESON – *Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze – FTSE MIB, Proxy Season 2010, cit.*, p. 96, evidenzia come in tale specifico caso la partecipazione degli investitori istituzionali, superiore al 47 %, abbia toccato un record assoluto per il mercato italiano; tale dato necessita però di ulteriori riscontri e non può, da solo, essere considerato indicativo di un nuovo *trend*, stante la peculiarità della composizione di Prysmian S.p.a., che a seguito della cessione della partecipazione di controllo detenuta da Goldman Sachs nel corso del 2010 è divenuta la prima *public company* italiana ad azionariato diffuso (anche Parmalat S.p.a., successivamente allo scandalo che l'ha travolta nel corso del 2003 e alla conseguente delibera di conversione delle obbligazioni in azioni, per un breve periodo è stata considerata una *public company* priva di un azionista di riferimento, ma risulta oggi controllata dal gruppo Lactalis a seguito dell'offerta pubblica d'acquisto lanciata dallo stesso nell'aprile del 2011), caratterizzata dall'assenza di uno stabile gruppo di controllo: a tale, molto recente, evoluzione degli assetti proprietari può essere riconducibile il maggiore attivismo degli investitori istituzionali; sotto autonomo profilo, come già evidenziato nel testo, è opportuno sottolineare come un più elevato livello di partecipazione da parte degli azionisti non sia necessariamente indicativo di una maggior consapevolezza degli stessi relativamente alle scelte gestorie.

<sup>(499)</sup> Cfr. ad esempio le misure proposte per incentivare l'interazione degli azionisti con gli istituti finanziari, da parte di COMMISSIONE EUROPEA – *Il governo societario negli istituti finanziari e le politiche di remunerazione, cit.*, p. 17.

Nell'aprile del 2011 il Libro verde *Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario* <sup>(500)</sup> dava l'avvio a una nuova pubblica consultazione in tema di *governance*, incentrata in particolare – per quanto rileva in questa sede – sulle modalità per incoraggiare un ruolo attivo da parte degli azionisti all'interno delle società in cui essi investono <sup>(501)</sup>.

La Commissione, pur non ritenendo strettamente indispensabile che la partecipazione di tutti i soci debba essere necessariamente attiva, e affermando anzi la legittimità dell'eventuale loro predilezione per investimenti di breve periodo, sottolineava tuttavia il potenziale impatto negativo della mancata partecipazione e delle politiche di *short-termism* sull'amministrazione societaria <sup>(502)</sup>, conseguentemente dichiarando di voler incoraggiare lo sviluppo in seno alle società di una "massa critica" di soci intenzionati a impegnarsi costruttivamente per prender parte alla gestione <sup>(503)</sup>; a tal fine avviava un dibattito sulle possibili opzioni per «potenziare la partecipazione degli azionisti alle questioni di governo societario e incoraggiarne un numero crescente ad interessarsi ai rendimenti sostenibili e ai risultati di più lungo termine» e, più in generale, per «migliorare la protezione degli azionisti di minoranza» <sup>(504)</sup>.

---

<sup>(500)</sup> COMMISSIONE EUROPEA – *Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, cit.; contestualmente venivano pubblicati la Press Release *Quadro di governo societario per le imprese europee: quali sono i miglioramenti necessari?*, cit., nonché il memorandum *Frequently Asked Questions: Consultation on the EU corporate governance framework*, cit.

<sup>(501)</sup> Le politiche perseguite dalla Commissione replicavano dunque quelle abbracciate nella Direttiva *Shareholders' Rights*, e più recentemente assunte da COMMISSIONE EUROPEA – *Il governo societario negli istituti finanziari e le politiche di remunerazione*, cit.: la partecipazione attiva degli azionisti costituisce un fattore rilevante non solo per gli istituti finanziari ma per le società in generale. Cfr. COMMISSIONE EUROPEA – *Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, cit., pp. 3 e 12.

<sup>(502)</sup> Cfr. COMMISSIONE EUROPEA – *Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, cit., p. 3: « 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 a breve termine. Sembrerebbe quindi opportuno riflettere su come si possa incoraggiare un maggior numero di azionisti a interessarsi a risultati duraturi e a prestazioni a lungo termine e ad assumere un ruolo più attivo in merito alle questioni relative al governo societario».

<sup>(503)</sup> La considerazione veniva sviluppata nel memorandum *Frequently Asked Questions: Consultation on the EU corporate governance framework*, cit., p. 6.

<sup>(504)</sup> Cfr. la Press Release *Quadro di governo societario per le imprese europee: quali sono i miglioramenti necessari?*, cit., p. 2. Oltre alle problematiche concernenti i *proxy advisors* e la protezione dei soci di minoranza, il Libro verde toccava anche la tematica dei piani di *employee share ownership*: si tratta peraltro di un tema intimamente connesso con quello della promozione di politiche di lungo periodo, in quanto i programmi che prevedono l'attribuzione di azioni ai dipendenti comporterebbero un aumento della porzione di azionisti propensi a investire nel lungo termine; d'altro canto questi piani determinano un innalzamento del rischio per i dipendenti, legato alla mancata diversificazione (cfr. COMMISSIONE EUROPEA – *Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, cit., p. 20). Il Libro verde affrontava inoltre (*Id.*, p. 17) il delicato tema della *shareholder identification*, ovvero la possibilità di introdurre meccanismi di identificazione degli azionisti che consentano alle società emittenti di conoscerne l'identità, intraprendere un dialogo con loro e stimolarne la partecipazione (cfr. in particolare la n. 54, ove venivano correttamente sottolineati i rischi di abusi connessi al c.d. *empty voting*, ovvero all'esercizio dei diritti di voto in assenza di un

Uno degli aspetti maggiormente interessanti e innovativi del *Green paper* risiede indubbiamente nell'aver inteso prendere in considerazione – con l'intento di arrivare a darne una compiuta disciplina – la figura dei c.d. *proxy advisors*, il cui ruolo è spesso determinante nell'influenzare le decisioni di voto, data la frequenza con cui gli stessi investitori istituzionali vi fanno ricorso, specialmente qualora intendano investire in mercati esteri <sup>(505)</sup>. La disciplina in questione, per potersi ritenere finita, dovrà necessariamente affrontare i nodi problematici connessi alla figura dell'*advisor*, in particolare garantendo che questi agisca consapevolmente; che attui la più ampia *disclosure* possibile relativamente ai criteri seguiti per stilare le proprie valutazioni e sia tenuto a fornire, se del caso, spiegazioni dettagliate rispetto alle ragioni che l'hanno determinato a risolversi a favore piuttosto che a sfavore del compimento di specifiche operazioni; un altro punto delicato che merita un'attenta disciplina è certamente quello dei possibili conflitti d'interesse dell'*advisor*; dovranno infine esserne calibrate accuratamente le responsabilità.

Altrettanto degno di nota è il favore espresso dalla Commissione per i c.d. *stewardship codes*, ovvero i codici di condotta per gli azionisti e, soprattutto, gli *asset managers*, che mirano a migliorare la qualità della partecipazione da parte degli azionisti istituzionali, nonché a incrementare la trasparenza relativamente al loro operato <sup>(506)</sup>, e che nonostante non vengano considerati dal Libro verde quale un taumaturgico rimedio <sup>(507)</sup>, sono ritenuti potenzialmente idonei a determinare effetti positivi sia sulla partecipazione dei soci che sulla gestione societaria.

---

interesse economico). La tematica veniva ripresa dal Libro verde sulla *governance* del 2011 (Question 20), trovando la maggioranza dei *respondents* favorevole all'introduzione di un meccanismo europeo di identificazione: cfr. EUROPEAN COMMISSION – DIRECTORATE GENERAL INTERNAL MARKET AND SERVICES – CAPITAL AND COMPANIES – CORPORATE GOVERNANCE, SOCIAL RESPONSIBILITY – *Feedback Statement – Summary of responses to the Commission Green paper on the EU Corporate Governance Framework*, cit., p. 15.

<sup>(505)</sup> Cfr. il memorandum *Frequently Asked Questions: Consultation on the EU corporate governance framework*, cit., p. 6, nonché COMMISSIONE EUROPEA – *Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, cit., p. 16. In proposito, merita rilevare la posizione di PARLAMENTO EUROPEO – *Risoluzione del Parlamento europeo del 29 marzo 2012 su un quadro in materia di governo societario delle imprese europee*, cit., sub n. 40, il quale ritiene che «i consulenti in materia di voto (proxy advisor) svolgano un ruolo estremamente importante, ma che la loro attività sia spesso soggetta a conflitti di interesse; invita la Commissione a garantire un'ulteriore regolamentazione di tale attività, con particolare riferimento alle questioni legate alla trasparenza e ai conflitti di interesse [...]». Relativamente ai *proxy advisors* le risposte alle Questions 18 e 19 del *Green paper* 2011 evidenziano come gli aderenti alla pubblica consultazione ritenessero necessaria soprattutto l'imposizione di superiori *standards* di trasparenza (venivano inoltre suggerite restrizioni atte a evitare in radice l'insorgere di conflitti d'interessi, quali la separazione dei servizi per gli investitori da quelli dedicati alle società): cfr. EUROPEAN COMMISSION – DIRECTORATE GENERAL INTERNAL MARKET AND SERVICES – CAPITAL AND COMPANIES – CORPORATE GOVERNANCE, SOCIAL RESPONSIBILITY – *Feedback Statement – Summary of responses to the Commission Green paper on the EU Corporate Governance Framework*, cit., pp. 14-15.

<sup>(506)</sup> Cfr. il memorandum *Frequently Asked Questions: Consultation on the EU corporate governance framework*, cit., p. 2.

<sup>(507)</sup> Secondo il memorandum *Frequently Asked Questions: Consultation on the EU corporate governance framework*, cit., p. 2, questi codici non sarebbero idonei a eliminare alcune delle principali problematiche che influiscono sulla

Relativamente al tema dell'adozione delle regole di cui ai codici di governo societario, la Commissione esprimeva il proprio favore per l'approccio *comply-or-explain*, auspicando al contempo che si potesse pervenire a un più efficace funzionamento del meccanismo<sup>(508)</sup>; veniva rilevato, in particolare, come le dichiarazioni pubblicate dalle società a riguardo della propria *governance* non fossero soggette a un consono monitoraggio, e proposto di demandare alle autorità nazionali la puntuale verifica della sufficienza e dell'eshaustività delle informazioni rese disponibili dalle società, specie delle spiegazioni attestanti le ragioni dell'eventuale presa di distanza dalle soluzioni codicistiche.

La consultazione veniva chiusa in data 22 luglio 2011; nel novembre 2011 ne venivano pubblicati gli esiti<sup>(509)</sup>, e nel mese di marzo 2012 il Parlamento europeo approvava la *Risoluzione su un quadro in materia di governo societario delle imprese europee*<sup>(510)</sup>.

#### a) Verso l'adozione degli *stewardship codes*

Come anticipato, le mosse intraprese dalla Commissione successivamente all'emissione della "Direttiva azionisti" sembrano essere tuttora tese a stimolare la partecipazione dei soci, nella convinzione che una più significativa partecipazione degli azionisti alle assemblee possa innescare un circolo virtuoso e condurre a compagini meglio amministrate: in particolare, il favore espresso dalle istituzioni europee per l'introduzione a livello comunitario degli *stewardship codes*<sup>(511)</sup>

---

mancanza di partecipazione dei soci, quale ad esempio la logica, dominante nei mercati finanziari, degli investimenti di breve periodo.

<sup>(508)</sup> Cfr. COMMISSIONE EUROPEA – *Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, cit., p. 20 ss.

<sup>(509)</sup> EUROPEAN COMMISSION – DIRECTORATE GENERAL INTERNAL MARKET AND SERVICES – CAPITAL AND COMPANIES – CORPORATE GOVERNANCE, SOCIAL RESPONSIBILITY – *Feedback Statement – Summary of responses to the Commission Green paper on the EU Corporate Governance Framework*, cit.; i testi integrali delle risposte alla pubblica consultazione sono reperibili all'indirizzo [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2011/corporate-governance-framework/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2011/corporate-governance-framework/index_en.htm).

<sup>(510)</sup> PARLAMENTO EUROPEO – *Risoluzione del Parlamento europeo del 29 marzo 2012 su un quadro in materia di governo societario delle imprese europee*, cit. È possibile consultare la relativa Press release al seguente indirizzo Internet: <http://www.europarl.europa.eu/oeil/popups/summary.do?id=1200801&l=en&t=D>; il documento PARLAMENTO EUROPEO – *Proposta di risoluzione su un quadro in materia di governo societario delle imprese europee*, Bruxelles, 8 marzo 2012, ref. 2011/2181(INI), e *Relazioni* delle Commissioni parlamentari per i problemi economici e monetari, per l'occupazione e gli affari sociali, per l'industria, la ricerca e l'energia, per il mercato interno e la protezione dei consumatori è disponibile all'indirizzo <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A7-2012-0051+0+DOC+XML+V0//IT>, nonché alla pagina <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A7-2012-0051+0+DOC+PDF+V0//IT>, mentre la coeva Press Release dd. 8.03.2012 è pubblicata alla pagina <http://www.europarl.europa.eu/oeil/popups/summary.do?id=1195819&t=d&l=en>.

<sup>(511)</sup> Non è agevole fornire una traduzione letterale di *stewardship*: il dizionario online del Financial Times definisce la *stewardship* (<http://lexicon.ft.com/Search?searchText=stewardship>) «The way in which someone controls and takes

impone un'ultima riflessione riguardo alla figura degli investitori istituzionali e alle concrete possibilità e modalità di incentivarne l'attivismo<sup>(512)</sup>.

In estrema sintesi, gli *stewardship codes* costituiscono codici di buona condotta di natura autoregolamentare, contenenti un'elencazione dei principi elaborati nella prassi (*best practices*) che dovrebbero ispirare il contegno degli investitori istituzionali in relazione ai propri beneficiari e alle società in cui investono.

L'antesignano di questi codici è rappresentato dallo *UK Stewardship Code*, pubblicato nel luglio 2010 ad opera del Financial Reporting Council<sup>(513)</sup>, codice che costituisce l'evoluzione – nonché, per la prima volta, l'accoglimento in sede istituzionale – dell'ultima versione del *Code on*

---

care of an organization or event»; la versione in lingua italiana del documento PARLAMENTO EUROPEO – *Risoluzione del Parlamento europeo del 29 marzo 2012 su un quadro in materia di governo societario delle imprese europee, cit., sub n. 34*, traduce *stewardship codes* con la formula «codici di gestione»; il dizionario online <http://www.wordreference.com/definition/stewardship> fa riferimento allo *steward* quale «a person employed to manage another's property, especially a large house or estate»: è proprio il carattere di gestore fiduciario professionale di beni di proprietà altrui il tratto che accomuna le varie figure di *stewards* (*rectius*, di soggetti destinatari della disciplina in tema di *stewardship*), dagli *asset managers* agli investitori istituzionali. È per primo il Libro verde COMMISSIONE EUROPEA – *Il governo societario negli istituti finanziari e le politiche di remunerazione, cit.*, p. 17, a proporre una riflessione, *inter alia*, sui seguenti temi: divulgazione da parte degli investitori istituzionali delle proprie prassi di voto nelle assemblee degli azionisti; adesione degli azionisti istituzionali a codici di buone prassi (*stewardship codes*); individuazione e divulgazione di eventuali conflitti di interessi da parte degli investitori istituzionali; divulgazione della politica di remunerazione degli intermediari da parte degli investitori istituzionali; migliore informazione degli azionisti sui rischi; dalle risposte al Libro verde stesso, provenienti in larga parte da investitori, gestori di attivi, imprese del settore dei servizi finanziari e professionisti d'affari, emergeva la necessità degli interpellati di rendere più trasparenti le strutture di incentivo per i gestori degli attivi: cfr. in tal senso EUROPEAN COMMISSION – DIRECTORATE GENERAL INTERNAL MARKET AND SERVICES – CAPITAL AND COMPANIES – CORPORATE GOVERNANCE, SOCIAL RESPONSIBILITY – *Feedback Statement – Summary of responses to the Commission Green paper on the EU Corporate Governance Framework, cit.*, p. 12; anche secondo il memorandum *Frequently Asked Questions: Consultation on the EU corporate governance framework, cit.*, p. 2, gli *stewardship codes* costituiscono «codes of conduct for shareholders and asset managers, which aim to enhance the quality of engagement between shareholders and companies and improve transparency on shareholder activity. This development is welcomed because it facilitates a debate on shareholders' responsibilities and may have a positive effect on shareholder engagement and the management of companies.»; ancora, anche PARLAMENTO EUROPEO – *Risoluzione del Parlamento europeo del 29 marzo 2012 su un quadro in materia di governo societario delle imprese europee, cit.*, punto 34, esprimeva il proprio favore quanto alla diffusione degli *stewardship codes*, spingendosi addirittura a ventilare la possibilità di sviluppare uno *stewardship code* europeo.

<sup>(512)</sup> COMMISSIONE EUROPEA – *Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario, cit.*, p. 14, si interroga sull'opportunità di introdurre ulteriori misure che allineino gli interessi di investitori e gestori degli attivi nel lungo periodo attraverso, ad esempio, la definizione di una serie di principi d'investimento: secondo la dottrina economica, la *stewardship theory* offre una ricostruzione del rapporto tra agente e beneficiario alternativa all'*agency theory* (la quale fonda sulla considerazione che l'agente sia portatore di un interesse personale perlomeno potenzialmente in conflitto con quello del *principal*), proprio in quanto presuppone che un *manager* (lo *steward*, appunto) tenderà naturalmente ad allinearsi sugli interessi del beneficiario e ad agire avendo cura degli *assets* controllati: la predetta teoria «is a theory that managers, left on their own, will indeed act as responsible stewards of the assets they control.» (così BARNEY J.B., HESTERLY W.S. – *Strategic Management and Competitive Advantages*, Pearson Prentice Hall, 2008, p. 273).

<sup>(513)</sup> FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *The UK Stewardship Code*, July 2010, disponibile all'indirizzo <http://www.frc.org.uk/FRC-Documents/FRC/The-UK-Stewardship-Code.aspx>; il *Report* FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *Implementation of the UK Stewardship Code*, July 2010, contenente importanti indicazioni sull'operatività del Code e sulle azioni intraprese dal FRC è invece disponibile al seguente indirizzo Internet <http://www.frc.org.uk/FRC-Documents/FRC/Implementation-of-the-UK-Stewardship-Code.aspx>.

*the Responsibilities of Institutional Investors* redatto dall'allora Institutional Shareholders' Committee e rappresentante una raccolta di *best practices* edita a cura degli stessi investitori istituzionali e tesa ad individuarne doveri e responsabilità <sup>(514)</sup>.

Sul sito Internet del Financial Reporting Council britannico vengono chiarite le finalità e il grado di cogenza del Code <sup>(515)</sup>: «It aims to enhance the quality of engagement between institutional investors and companies to help improve long-term returns to shareholders and the efficient exercise of governance responsibilities. The Code set out good practice on engagement with investee companies to which the FRC believes institutional investors should aspire and operates on a 'comply or explain' basis. The FSA <sup>(516)</sup> requires UK authorised asset managers to report on whether or not they apply the Code.» <sup>(517)</sup>.

Il meccanismo di adesione al Code è dunque quello, introdotto per la prima volta nell'ordinamento britannico dal Cadbury Committee <sup>(518)</sup>, del *comply-or-explain*, che presenta il

---

<sup>(514)</sup> Già nel lontano 1991 l'Institutional Shareholders Committee, associazione raggruppante alcuni tra i maggiori investitori istituzionali britannici, pubblicava il primo codice di *best practices* concernente il ruolo e le responsabilità degli investitori istituzionali: cfr. INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS' COMMITTEE – *The Responsibilities of Institutional Shareholders in the UK*, December 1991, disponibile al seguente indirizzo Internet <http://www.ivis.co.uk/ResponsibilitiesOfInstitutionalShareholdersInTheUK.aspx>; detto codice sarebbe stato più volte aggiornato: il 21 ottobre 2002 veniva dato alle stampe INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS' COMMITTEE – *The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents – Statement of Principles*, disponibile all'indirizzo [http://www.ecgi.org/codes/documents/isc\\_statement\\_of\\_principles.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/isc_statement_of_principles.pdf) (è quest'ultimo, secondo il documento di consultazione *Revisions to the UK Stewardship Code*, su cui *infra*, l'autentico predecessore dell'attuale *Stewardship Code*); nel giugno 2007 veniva pubblicata una versione aggiornata: INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS' COMMITTEE – *The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents – Statement of Principles*, June 2007, disponibile sul sito <http://institutionalshareholderscommittee.org.uk/sitebuildercontent/sitebuilderfiles/ISCStatementofPrinciplesJun07.pdf> e recante modifiche minori; l'ultima versione del Codice recava la data del 16 novembre 2009: INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS' COMMITTEE – *Code on the Responsibilities of Institutional Investors*, di cui si può prendere visione all'indirizzo <http://institutionalshareholderscommittee.org.uk/sitebuildercontent/sitebuilderfiles/ISCCode161109.pdf>; le differenze principali tra questo codice e lo *Stewardship Code* sono elencate da FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *Implementation of the UK Stewardship Code*, *cit.*, p. 4. Dal 18 maggio 2011 l'Institutional Shareholders Committee prendeva la denominazione di Institutional Investor Committee (cfr. <http://institutionalshareholderscommittee.org.uk/>).

<sup>(515)</sup> Cfr. la pagina <http://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code.aspx>: ove non altrimenti specificato, le citazioni di cui alle successive note si devono intendere al contenuto (peraltro molto simile a quello della *Preface* al Code) della stessa.

<sup>(516)</sup> La Financial Services Authority rappresenta l'autorità britannica indipendente che esercita la vigilanza sui mercati finanziari, ovvero l'istituzione omologa della Consob.

<sup>(517)</sup> I benefici della *disclosure* relativa all'adesione degli investitori istituzionali al Code – molteplici, e idonei a giovare a tutti gli attori del mercato – vengono così sintetizzati: «Disclosures made in relation to the Code will assist companies to understand the approach and expectations of their major shareholders. They will assist those issuing mandates to asset managers to make a better informed choice, assist managers to understand the expectations of current and potential clients, and may help investors interested in collective engagement to identify like-minded institutions.».

<sup>(518)</sup> Cfr. COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE – *Report of the Committee on The Financial Aspects of Corporate Governance*, 1 December 1992, London, GEE, disponibile al seguente indirizzo Internet <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>.

pregio di garantire una notevole dose di elasticità, eventualmente “punendo” chi non si conformi alla disciplina dettata, non tramite un sistema sanzionatorio, bensì grazie al giudizio del mercato, che valuterà la bontà o meno delle spiegazioni offerte dal soggetto che dovrebbe attenervisi, per discostarsi dal regime codicistico <sup>(519)</sup>. Il risultato va dunque nella direzione della formalizzazione del ruolo degli investitori istituzionali e dei *proxy advisors*, benché in un’ottica volontaristica.

Lo *Stewardship Code* è indirizzato in primo luogo agli *asset managers* che gestiscono titoli per conto degli investitori istituzionali <sup>(520)</sup>: ai sensi delle *FSA’s Conduct of Business Rules*, questi ultimi sono tenuti a pubblicare una relazione che illustri il grado di aderenza al Code e motivi le ragioni dell’eventuale presa di distanza da esso; Tali dichiarazioni vengono successivamente pubblicate sul sito Internet del FRC <sup>(521)</sup>. Lo stesso FRC sottolinea però come la responsabilità per il monitoraggio dell’emittente sia demandata principalmente ma non esclusivamente agli *asset managers*, in quanto detto monitoraggio può essere effettuato, direttamente o indirettamente, anche dai fondi pensione e dagli altri titolari delle partecipazioni, i quali sono anch’essi «incoraggiati» a pubblicare la misura della propria adesione al Code <sup>(522)</sup>.

Le norme positive del Code prevedono – per quanto rileva in questa sede <sup>(523)</sup> – in primo luogo che gli investitori istituzionali adottino elevati *standards* di trasparenza relativamente alle proprie politiche: il Principle 1 sancisce che, *ex ante*, «Institutional investors should publicly

---

<sup>(519)</sup> PARLAMENTO EUROPEO – *Risoluzione del Parlamento europeo del 29 marzo 2012 su un quadro in materia di governo societario delle imprese europee, cit., sub nn. da 45 a 47*, esprime (relativamente al tema dell’adesione delle società emittenti ai codici di governo societario) il proprio favore per il meccanismo *comply-or-explain*, ritenendolo preferibile rispetto all’imposizione di disposizioni europee vincolanti, in quanto la flessibilità dei codici di prassi favorirebbe l’innovazione e una modifica delle condotte da parte di coloro che vi sono soggetti.

<sup>(520)</sup> «The Code is addressed in the first instance to firms who manage assets on behalf of institutional shareholders such as pension funds, insurance companies, investment trusts and other collective investment vehicles. The FRC expects those firms to disclose on their websites how they have applied the Code.».

<sup>(521)</sup> Cfr. La pagina Internet <http://frc.co.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code/UK-Stewardship-Code-statements.aspx>.

<sup>(522)</sup> «However the responsibility for monitoring company performance does not rest with fund managers alone. Pension fund trustees and other asset-owners can do so either directly or indirectly through the mandates given to fund managers. Their actions can have a significant impact on the quality and quantity of engagement with UK companies. The FRC therefore encourages all institutional investors to report if and how they have complied with the Code.».

<sup>(523)</sup> I principii che non verranno presi in considerazione in questa sede riguardano rispettivamente: (Principle 2) il rapporto tra *steward* e *beneficiaries*, che richiede l’elaborazione di solide politiche atte a evitare i conflitti d’interesse del primo; nella Guidance viene peraltro sottolineato che è dovere dell’investitore istituzionale agire nell’interesse dei propri clienti/beneficiari; (Principle 4) la predeterminazione delle fattispecie in cui l’investitore andrà a intensificare la propria attività; la Guidance ammonisce peraltro come «being underweight is not, of itself, a reason for not intervening»; (Principle 5) le ipotesi di attività concertata tra gli investitori.

disclose their policy on how they will discharge their stewardship responsibilities.»<sup>(524)</sup>, mentre in chiusura di documento il Principle 7 prevede che, *ex post*, «Institutional investors should report periodically on their stewardship and voting activities.»<sup>(525)</sup>; quanto alle politiche concernenti l'esercizio dei diritti di voto nelle assemblee delle società in portafoglio e la relativa trasparenza sull'attività svolta, il Principle 6 prevede: «Institutional investors should have a clear policy on voting and disclosure of voting activity.»<sup>(526)</sup>; essi devono inoltre attivarsi per monitorare la società in cui è stato effettuato l'investimento: più precisamente, il precetto contenuto nel Principle 3 afferma che «Institutional investors should monitor their investee companies.»<sup>(527)</sup>.

Il Code segue dunque il doppio, parallelo binario dell'attivismo – estrinsecantesi anche nell'avvio di un costante dialogo con il *management* – e della *disclosure*: rispetto ai precedenti codici di *best practices*, il ruolo della trasparenza appare ancora più centrale, quale garanzia dell'effettività dell'attivismo stesso.

Alla base del codice, vi sono l'idea che la detenzione delle azioni implichi delle responsabilità<sup>(528)</sup> (e la cooperazione col *board*, ove possibile), nonché la convinzione che gli

---

<sup>(524)</sup> La Guidance al Principle chiarisce poi che, in particolare, «The disclosure should include: how investee companies will be monitored. [...]; the strategy on intervention; [...] the policy on voting and the use made of, if any, proxy voting or other voting advisory service, including information on how they are used; [...]».

<sup>(525)</sup> La relativa Guidance prevede: «Those that act as agents should regularly report to their clients details of how they have discharged their responsibilities. [...] Those that act as principals, or represent the interests of the end-investor, should report at least annually to those to whom they are accountable on their policy and its execution. Those that sign up to this Code should consider obtaining an independent audit opinion on their engagement and voting processes having regard to the standards in AAF 01/06 and SAS 70. The existence of such assurance certification should be publicly disclosed.».

<sup>(526)</sup> La Guidance chiarisce ulteriormente che «Institutional investors should seek to vote all shares held. They should not automatically support the board. If they have been unable to reach a satisfactory outcome through active dialogue then they should register an abstention or vote against the resolution. In both instances, it is good practice to inform the company in advance of their intention and the reasons why. Institutional investors should disclose publicly voting records and if they do not explain why.».

<sup>(527)</sup> La Guidance al Principle 3 specifica poi che il monitoraggio deve essere regolare ed effettivo, e deve contemplare in particolare quanto segue: «seek to satisfy themselves, to the extent possible, that the investee company's board and committee structures are effective, and that independent directors provide adequate oversight, including by meeting the chairman and, where appropriate, other board members; maintain a clear audit trail, for example, records of private meetings held with companies, of votes cast, and of reasons for voting against the investee company's management, for abstaining, or for voting with management in a contentious situation; and attend the General Meetings of companies in which they have a major holding, where appropriate and practicable.».

<sup>(528)</sup> Già molto prima della pubblicazione del Libro verde in materia di governo societario, INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS' COMMITTEE – *The Responsibilities of Institutional Shareholders in the UK*, cit., p. 1, sosteneva (*sub* 1.1) che «shareholders are the true proprietors of a company. This ownership gives rise to responsibilities which have, for many years, been acknowledged by a large number of institutional shareholders.» e che (*sub* 2.1) «Because of the size of their shareholdings, institutional investors, as part proprietors of a company, are under a strong obligation to exercise their influence in a responsible manner.», evidenziando quindi un dovere ulteriore, verso la società, rispetto all'obbligazione fiduciaria nei confronti dei propri beneficiari. Nei testi successivi viene invece sottolineato

investitori istituzionali abbiano degli “obblighi” nei confronti di coloro nel cui interesse effettuano gli investimenti <sup>(529)</sup>: i Principi mirano ad influire positivamente sulla *governance*, in quanto «It provides an opportunity to build a critical mass of UK and overseas investors committed to the high quality dialogue with companies needed to underpin good governance.» <sup>(530)</sup>; in altri termini le misure indicate dal Code sono ritenute idonee al “risveglio del gigante dormiente” rappresentato dagli investitori istituzionali <sup>(531)</sup>.

Lo *Stewardship Code* è stato recentemente oggetto di aggiornamento: nel mese di dicembre 2011 l’FRC pubblicava un *Report* sull’impatto e l’implementazione del Code <sup>(532)</sup>, e nell’aprile

maggiormente che il dovere degli investitori istituzionali è quello di agire nell’interesse dei propri clienti e/o beneficiari (cfr. il par. 1, di INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS’ COMMITTEE – *The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents – Statement of Principles*, cit., p. 2, nonché il par. 4, p. 3, ove viene affermato che «Institutional shareholders’ primary duty is to those on whose behalf they invest»; cfr. anche la Guidance al Principle 2, di FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *The UK Stewardship Code*, cit., p. 5, che statuisce ancor più stentoreamente «An institutional investor’s duty is to act in the interests of all clients and/or beneficiaries when considering matters such as engagement and voting.»). Il Code mira dunque a contrastare le politiche di *free-riding* invalse tra gli investitori istituzionali: WALKER D. – *A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities – Final recommendations* (c.d. Walker Report), 26 November 2009, disponibile al seguente indirizzo Internet [http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker\\_review\\_261109.pdf](http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker_review_261109.pdf), afferma (p. 72) che «Some governance by owners is essential, at least in respect of the selection, composition and performance of boards, if boards and the executives of listed companies are to be appropriately held to account in discharge of their agency role to their principals. Shareholders who do not exercise such governance oversight are effectively free-riding on the governance efforts of those that do.».

<sup>(529)</sup> Cfr. in tal senso, già INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS’ COMMITTEE – *The Responsibilities of Institutional Shareholders in the UK*, cit., p. 1, sub par. 1.1, nonché WALKER D. – *A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities – Final recommendations*, cit., p. 70, secondo cui «those who have significant rights of ownership and enjoy the very material advantage of limited liability should see these as complemented by a duty of stewardship.» CHEFFINS B. – *The Stewardship Code’s Achilles’ Heel* (2010), University of Cambridge, Faculty of Law Research Paper No. 28/2011, in *The Modern Law Review*, 2010, disponibile al seguente indirizzo Internet [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1837344](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1837344), p. 1011, correttamente precisa in proposito che «Despite using the term ‘duty’, Walker did not advocate statutory reform to overrule case law principles that mean shareholders do not, as a matter of general principle, owe fiduciary duties to other shareholders or to companies in which they own shares. Instead, Walker envisaged that the fund managers who invest on behalf of institutional shareholders should voluntarily commit themselves to a stewardship obligation, or explain why they were unwilling to make such a commitment.» Che il coinvolgimento degli azionisti (anche degli istituzionali) debba avvenire su base esclusivamente volontaria pare essere un dato ormai consolidato: in questo senso, cfr. PARLAMENTO EUROPEO – *Risoluzione del Parlamento europeo del 29 marzo 2012 su un quadro in materia di governo societario delle imprese europee*, cit., sub n. 29.

<sup>(530)</sup> Così FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *The UK Stewardship Code*, cit., p. 1.

<sup>(531)</sup> Le reazioni degli investitori istituzionali alle prime proposte di formalizzazione del loro ruolo, com’era prevedibile, non furono compiaciute: JAMES MOORE – *Investors told to take a share of responsibility*, cit., rilevava che «There is already mounting nervousness among them about the reform proposals put forward by the City grandee Sir David Walker in his interim report into the banking crisis. They include a demand that fund managers sign up to a set of ‘principles of best practice in stewardship’ to be overseen by the Financial Reporting Council, and a proposal that the Financial Services Authority be given powers to ask ‘major selling shareholders’ about their ‘motivation’ when they pull money out of companies. This, they fear, could open a can of worms and hamper their ability to act in the interests of clients.».

<sup>(532)</sup> FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *Developments in Corporate Governance 2011 – The impact and implementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Codes*, cit.

2012 veniva promossa una pubblica consultazione finalizzata a rendere pubbliche le proposte di modifica al Code e a raccogliere suggerimenti su di esse, in vista della futuro aggiornamento del codice, previsto per l'ottobre del medesimo anno <sup>(533)</sup>. Nel settembre 2012 venivano pubblicati la nuova edizione dello *Stewardship Code* <sup>(534)</sup> e il relativo *Feedback Statement* <sup>(535)</sup>: l'introduzione al nuovo testo del Code precisa, in linea con un approccio volto a favorire il c.d. *enlightened shareholder value*, che «Stewardship aims to promote the long term success of companies in such a way that the ultimate providers of capital also prosper. Effective stewardship benefits companies, investors and the economy as a whole» <sup>(536)</sup>.

b) Inidoneità dei codici di *best practices* a stimolare l'attivismo degli investitori istituzionali

Descritti sinteticamente finalità e struttura dello *Stewardship Code* britannico, è ora necessario domandarsi se la diffusione, propugnata dalle istituzioni comunitarie, di tale modello possa rappresentare una soluzione funzionale all'obiettivo di stimolare la partecipazione degli azionisti professionali; interrogarsi cioè sull'idoneità di un codice di *best practices* basantesi sul principio del *comply-or-explain*, che fissa dei *minimum standards* comuni e prevede meccanismi sanzionatori di natura reputazionale per la loro violazione, a far venire meno la tradizionale passività ascritta agli investitori, fin anche istituzionali.

Sono diversi i fattori che spingono a ritenere il contrario, a cominciare dalla composizione dell'azionariato. Uno dei limiti principali dello *UK Stewardship Code* risiede nell'ambito di applicazione meramente domestico del codice. Più precisamente, il Code vincola espressamente i

<sup>(533)</sup> FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *Revisions to the UK Stewardship Code – Consultation Document*, April 2012, disponibile al seguente indirizzo Internet: <http://www.frc.org.uk/getattachment/fa05e79c-22c6-4f8f-b5b3-2ab55ec41113/Consultation-Document-Revisions-to-the-UK-Stewards.aspx>. Era comunque largamente prevedibile che il legislatore britannico non avrebbe apportato fondamentali modifiche nella struttura del Code: lo stesso documento, p. 1, preannunciava infatti che «Launched only two years ago, the Code is in its infancy and the FRC recognises it will take time for its full impact to be felt. The FRC considers that it is appropriate at this stage in the life of the Code to build on a promising start by reinforcing it where necessary, but not fundamentally changing it.».

<sup>(534)</sup> FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *The UK Stewardship Code*, September 2012, disponibile all'indirizzo <http://www.frc.org.uk/getattachment/e2db042e-120b-4e4e-bdc7-d540923533a6/UK-Stewardship-Code-September-2012.aspx>: le modifiche formali all'articolato normativo del Code riguardano esclusivamente gli artt. 2 e 4, ma vanno segnalati nell'introduzione al Code la proposizione di una definizione di Stewardship e la richiesta di aggiornare su base annuale i *policy statements* relativi alla stewardship; i futuri aggiornamenti del Code verranno adottati su base biennale.

<sup>(535)</sup> FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *Feedback Statement – Revisions to the UK Stewardship Code*, September 2012, disponibile all'indirizzo <http://www.frc.org.uk/getattachment/bfa5e0f5-6250-4336-b9ab-9a384a1b83a5/Feedback-Statement-UK-Stewardship-Code-September-2012.aspx>; il documento (pp. 1 e 2) indica peraltro le possibili direzioni evolutive future del Code.

<sup>(536)</sup> FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *The UK Stewardship Code*, September 2012, *cit.*, p. 1.

soli *asset managers* (o *fund managers*) nazionali: solo questi ultimi infatti – e non anche gli *asset managers* stranieri che operano nel Regno Unito – necessitano di un'apposita autorizzazione da parte della FSA per poter operare sul territorio britannico<sup>(537)</sup>. Il FRC non può invece imporre alcun onere di osservanza del Code agli investitori istituzionali domestici, la cui adesione allo *Stewardship Code* può essere esclusivamente *incoraggiata*<sup>(538)</sup>; a maggior ragione, il Code non vincola gli investitori stranieri (tra cui vanno annoverati gli *hedge funds*, tipicamente statunitensi), che in aggregato detengono la maggioranza delle azioni emesse da società quotate alla borsa londinese, e il FRC si limita esclusivamente a *sperare* che questi vi si conformino volontariamente<sup>(539)</sup>; il Code non è infine applicabile agli investitori privati, che oggi detengono partecipazioni di significativo rilievo negli emittenti del Regno Unito<sup>(540)</sup>. Fermo dunque restando

<sup>(537)</sup> Cfr. in tal senso FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *Implementation of the UK Stewardship Code*, cit., p. 5, sub n. 20: «The FSA is expected to begin consultation in July 2010 on proposals to introduce a “comply or explain” disclosure requirement that would apply to those firms authorised by the FSA to manage assets on behalf of institutional investors». Nota peraltro CHEFFINS B. – *The Stewardship Code's Achilles' Heel*, cit., p. 1015 ss. e 1024, come sia improbabile che i *fund managers*, già assoggettati all'Investment Management Association's *Statement of Principles on the Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents* (c.d. IMA Code 2009), vadano a modificare la propria prassi operativa per andare incontro ai dettami dello *Stewardship Code*.

<sup>(538)</sup> Cfr. FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *Implementation of the UK Stewardship Code*, cit., p. 5, sub n. 21: «However the responsibility for an effective engagement process does not rest with asset managers alone. The actions of other investors can have a significant beneficial impact on the quality and quantity of engagement with UK companies, and the FRC encourages all institutional investors to report if and how they have applied the Code, on the same basis as asset managers.». Il rilievo è condiviso anche da CHEFFINS B. – *The Stewardship Code's Achilles' Heel*, cit., p. 1015: «pension funds, insurance companies, investment trusts and unit trusts will not be under a direct onus to address the Stewardship Code on a comply-or-explain basis because for these institutional investors there is no direct regulatory equivalent to the FSA's supervision of asset managers. Hence, all the Stewardship Code does is to encourage institutional investors to report voluntarily on the extent to which they comply with the Code. The FRC intends to post on its website a list of those institutional investors that publish a statement on the extent of compliance, with denial of this benefit presumably being intended to provide an incentive to participate.». Un simile discorso vale anche per le c.d. *proxy voting agencies*: cfr. FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *Id.*, p. 6, sub n. 26: «Many of the responses to the consultation considered that proxy voting agencies should be encouraged to report against the Code. Principle 1 of the Code states that institutional investors that make use of proxy voting and other advisory services should disclose how they are used. The FRC agrees that it would be desirable for these agencies in turn to act in a way that is consistent with the Code, and would encourage them to disclose how they have carried out the wishes of their clients by applying the principles of the Code that are relevant to their activities.».

<sup>(539)</sup> Nel senso dell'inapplicabilità del Code agli investitori stranieri, cfr. FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *Implementation of the UK Stewardship Code*, cit., sub n. 25, p. 6: «The FRC also hope that investors based outside the UK will commit to the Code. It is recognized that, in practice, local institutions usually take the lead in engagement. But support from overseas investors with significant holdings can make a real difference». Scettico a proposito della volontaria adesione da parte degli investitori stranieri appare CHEFFINS B. – *The Stewardship Code's Achilles' Heel*, cit., p.1024, secondo cui «it is impossible to say with certainty how foreign investors will respond to the launch of the UK Stewardship Code. However, given that various factors serve to discourage overseas shareholders from taking an activist stance in quoted UK companies and given that such investors will not be under any direct onus to commit to the Code's terms, it seems unlikely that the introduction of the Code will elicit a material change in approach.».

<sup>(540)</sup> Era stata ritenuta meno pressante l'imposizione di “doveri” in capo a questi ultimi, perché essi – e non anche gli investitori professionali – assumono su di sé il rischio che un cattivo governo societario si traduca in una perdita di valore delle azioni, e sono quindi teoricamente già stimolati a una condotta attiva. Nota CHEFFINS B. – *The Stewardship Code's Achilles' Heel*, cit., p. 1023, che nel 2008 le azioni di società quotate britanniche detenute da investitori non professionali (*personal investors*) ammontavano al 10% complessivo.

che i soli *fund managers* vengono a essere inderogabilmente assoggettati al Code, e pur ammettendo in ipotesi che tutti gli investitori professionali domestici intendano volontariamente vincolarsi e dare avvio a una partecipazione attiva nella società emittente, il loro potere – proporzionale all’aliquota di capitale sociale detenuta – di influenzare il *management* della società risulta grandemente scemato rispetto al passato <sup>(541)</sup>. Storicamente infatti, risultano proprio gli investitori domestici del Regno Unito gli azionisti maggiormente attivi nel governo societario degli emittenti britannici: l’essere divenuti nell’arco di pochi anni minoranza costituisce un fattore detrimentalmente ai fini della loro partecipazione <sup>(542)</sup>. Questo problema si riproporrebbe dunque anche su scala europea, stante la detenzione spesso maggioritaria di partecipazioni delle società quotate del Vecchio Continente, da parte di investitori non comunitari.

Un ulteriore fattore che probabilmente contribuirà a minare l’efficacia del Code è rappresentato dalla tecnica normativa ad oggi utilizzata <sup>(543)</sup>: a fronte dell’indubbio vantaggio in

---

<sup>(541)</sup> «Where asset managers are no longer a major shareholder it is harder for them either to justify the application of resources or to be sure that their views will be taken as seriously.»: così FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *Developments in Corporate Governance 2011 – The impact and implementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Codes*, cit., p. 26.

<sup>(542)</sup> È questo il principale rilievo di CHEFFINS B. – *The Stewardship Code’s Achilles’ Heel*, cit.: cfr. in particolare le statistiche riportate a p. 1017 ss., che evidenziano come nel corso del quindicennio 1993-2008 la percentuale di partecipazioni in società quotate britanniche detenuta da parte di investitori istituzionali domestici fosse scesa dagli oltre 3/5 a meno di 1/3; l’autore (*Id.*, p. 30) così commenta: «Now, with the collective ownership stake of domestic pension funds and insurance companies having dropped to just above one-quarter, even if domestic institutional investors are active, it is open to question whether their holdings are big enough to get companies to listen.». La circostanza è sostanzialmente ammessa anche da FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *Developments in Corporate Governance 2011 – The impact and implementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Codes*, cit., p. 9, secondo cui peraltro «Changes in ownership may have contributed to perceptions that equity investors overall take a more short-term approach to their investments.».

<sup>(543)</sup> Il tema delle modalità di monitoraggio dell’adesione al Code risultava invero ancora in via di definizione nella prima fase “sperimentale” di adozione dello stesso: cfr. FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *Implementation of the UK Stewardship Code*, cit., p. 10, sub nn. 39 e 40: «The consultation document sought views on how monitoring of the application of the Code should be carried out and by whom, and which activities and information should be monitored. A wide range of views were expressed in response, and the FRC will undertake further work to develop a proposed approach to monitoring. It is envisaged that the first full monitoring exercise, looking at the take-up and application of the Code, will be carried out in the second half of 2011. As an interim measure, the Investment Management Association (IMA) is continuing with its regular engagement survey, which is being tailored to cover adherence to the Code by those institutions that sign up, and is introducing some independent oversight to the survey process.». Merita peraltro di essere sottolineato come, nell’ambito delle risposte al *Green paper* sulla *governance* del 2011, la maggior parte dei *respondents* si fosse espressa negativamente quanto alla proposta (Question 25) di demandare a organismi di controllo (*monitoring bodies*) la verifica della qualità delle informazioni fornite dalle società emittenti nella dichiarazione sul governo societario: la maggior parte degli aderenti alla consultazione riteneva infatti che fossero già in essere meccanismi di controllo sufficienti (cfr. EUROPEAN COMMISSION – DIRECTORATE GENERAL INTERNAL MARKET AND SERVICES – CAPITAL AND COMPANIES – CORPORATE GOVERNANCE, SOCIAL RESPONSIBILITY – *Feedback Statement – Summary of responses to the Commission Green paper on the EU Corporate Governance Framework*, cit., p. 18. Benché la domanda concernesse il *comply-or-explain* delle società e non degli investitori istituzionali, è interessante notare il *favor* per l’autoregolamentazione del mercato: solo una minoranza riteneva che il principio del *comply-or-explain* sarebbe stato reso più efficace se affiancato da un solido processo di monitoraggio e dalla previsione di sanzioni uniformi che ne avrebbero assicurato l’efficiente *enforcement*.

termini di flessibilità offerto dal meccanismo del *comply-or-explain* (che rifiuta il c.d. approccio “*one-size-fits-all*”), quest’ultimo rischia di legittimare abusi, o perlomeno di consentire facili aggiramenti delle regole codicistiche<sup>(544)</sup>. La ragione non sta tanto in una supposta debolezza delle sanzioni *market-based*, ma nella mancanza di un sufficiente interesse a monitorare l’operato degli investitori istituzionali da parte dei loro beneficiari. In altri termini, viene dato per scontato che i *beneficiaries* abbiano i mezzi e le conoscenze per verificare la diligenza degli investitori, mentre è verosimile presumere che l’apatia che connota gli investitori e si sostanzia nel mancato controllo, si palesi tanto nella relazione socio-società quanto in quella socio-invitatore professionale. Una volta che l’investitore istituzionale abbia infatti dichiarato nello *statement* di adesione al Code come si rapporterà ai principi di *stewardship*<sup>(545)</sup>, chi sarà chiamato a verificare se questi conformerà effettivamente la propria condotta alle dichiarazioni rese? Il limite dei codici basati su di un sistema *rispetta-o-spiega* sta in sostanza nella sola previsione che il mercato andrà a punire la scelta di discostarsi *espressamente* dal codice qualora questa sia ritenuta non sufficientemente motivata: se gli investitori non professionali dovessero essere insoddisfatti delle spiegazioni offerte dallo *steward* per discostarsi dal Code, non si affideranno ad esso dal principio, o porranno fine al rapporto contrattuale già in essere; non è dato invece rilevare un sistema di *enforcement* che consenta poi di verificare agevolmente la condotta dell’investitore e impedire che questi si sottragga *in concreto* al rispetto dei principi codicistici: come contestare che l’investitore non si è effettivamente impegnato per una partecipazione attiva informata, senza essere a propria volta informati? Come far sì che l’investitore sia vincolato ad attenersi al contenuto delle proprie dichiarazioni<sup>(546)</sup>? Teoricamente l’investitore dovrebbe essere incentivato alla coerenza dal

---

<sup>(544)</sup> Il grado di ottemperanza alle regole di cui all’*UK Corporate Governance Code* (già *Combined Code*), anch’esso applicabile secondo il medesimo meccanismo, è invero notoriamente molto elevato (cfr. in tal senso i dati riportati da SEIDL D., SANDERSON P., ROBERTS J. – *Applying “Comply-or-Explain”: Conformance With Codes of Corporate Governance in the UK and Germany* (2009), Centre for Business Research, University of Cambridge Working Paper No. 391, p. 12, disponibile al sito <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP389.pdf>), ma varie sono le ragioni, su cui *infra* nel testo, che portano a dubitare che l’adesione effettiva (*rectius*, non eminentemente formale) allo *Stewardship Code* possa rivelarsi altrettanto ampia. Osserva FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *Developments in Corporate Governance 2011 – The impact and implementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Codes*, cit., p. 1: «the sign-up to the Stewardship Code by over 230 asset managers, asset owners and service providers in its eighteen months of life was beyond our expectations. Signing up to the Code is only the first step: the objective is better engagement, and we are at too early a stage to declare victory on that.».

<sup>(545)</sup> Consultando il già menzionato sito <http://frc.co.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code/UK-Stewardship-Code-statements.aspx> è peraltro facile rendersi conto di come non sia ancora invalsa tra gli *asset managers*, gli *asset owners* e i *service providers* una prassi *standard* per la redazione dello Statement of Principles: in generale, FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *Developments in Corporate Governance 2011 – The impact and implementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Codes*, cit., p. 21, segnala come la relazione sul grado di *compliance* al Principle 1 sia spesso troppo vaga.

<sup>(546)</sup> Riporta FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *Developments in Corporate Governance 2011 – The impact and implementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Codes*, cit., p. 23, come «the majority of companies,

discredito che potrebbe derivarne qualora coerente non si dimostrasse; ma a fronte di un panorama caratterizzato dall'apatia degli investitori-risparmiatori (e non solo), il deterrente della *moral suasion* e della sanzione reputazionale appare fortemente compromesso. È dunque in questo specifico contesto, e non in generale che risulta dubbia l'opportunità – *rectius*, la scelta politica<sup>(547)</sup> – di affidare il rispetto delle regole in tema di *stewardship* esclusivamente a sanzioni *market-based*<sup>(548)</sup>: il rischio è che a fronte di una formale adesione ai codici nessun investitore poi vi si conformi<sup>(549)</sup>, né alcun beneficiario – realisticamente inattivo – accerti tali violazioni<sup>(550)</sup>. Qualora, come si

---

in particular smaller companies, say they have noted relatively little change in approach to engagement or in the identity of those who are normally involved.».

<sup>(547)</sup> Alle esigenze di certezza è stato infatti scientemente anteposto il *favor* per la rapidità degli scambi e la crescita economica. «There is a continuing need for companies to demonstrate that they are acting in the interests of their shareholders and other stakeholders, and for investors to demonstrate that they are acting in the interests of their clients and beneficiaries. Some in Europe see boards and asset managers as part of the problem rather than part of the solution, and would therefore wish to restrict their freedom of action by replacing a 'comply or explain' regime with hard law. We believe that usurping the responsibilities of boards and the rights of shareholders, and transferring these to regulators, would only serve to slow the flow of equity capital to the region at a time when it is so clearly needed to support economic growth.»: così FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *Developments in Corporate Governance 2011 – The impact and implementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Codes*, cit., p. 2.

<sup>(548)</sup> Alla luce di ciò appare in proposito quantomeno curioso, se non addirittura contraddittorio, che il legislatore europeo, dopo aver peraltro sottolineato in più occasioni i limiti dell'autoregolamentazione – cfr. la *Press release* relativa al Libro verde del 2011 (*Quadro di governo societario per le imprese europee: quali sono i miglioramenti necessari?*, cit., p. 1): «Uno degli insegnamenti della crisi finanziaria è che il governo societario, finora basato generalmente sull'autoregolamentazione, è stato meno efficace del previsto»; nello stesso senso si esprimeva anche il memorandum *Frequently Asked Questions: Consultation on the EU corporate governance framework*, cit., p. 1, secondo cui uno dei limiti principali delle regole di *corporate governance* consisterebbe nella carenza di effettività, data dalla preponderanza della *self-regulation* – si sia risolto, relativamente al tema in oggetto, per il propugnare opzioni di matrice autoregolamentare.

<sup>(549)</sup> Relativamente all'applicazione del Principle 6 riguardante l'esercizio del diritto di voto, nonostante non sia possibile determinare se e quanto lo *Stewardship Code* abbia contribuito al risultato (i dati a p. 31 sembrano evidenziare come esso non sia stato determinante), INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION – *Adherence to the FRC's Stewardship Code at 30 September 2011*, cit., p. 32, riporta invero come l'aliquota di investitori istituzionali che dichiara di votare per tutte le azioni detenute in portafogli sia decisamente elevato (86%), e dà conto di un *trend* in ascesa rispetto al precedente sondaggio, relativo al 2010.

<sup>(550)</sup> È infatti è replicabile in questa sede quanto già sostenuto relativamente al rapporto con il *management* della società, ovvero che sia altamente probabile che i *beneficiaries* si attivino per riscontrare la condotta degli investitori istituzionali – e la loro eventuale violazione delle regole in tema di *stewardship* – solo *ex post*, qualora la società in cui è stato effettuato l'investimento abbia registrato delle perdite, e i beneficiari abbiano già riportato un danno. Ma anche in tale caso, a tacere della difficoltà di provare il nesso causale tra la condotta degli investitori e il danno risultante in capo ai beneficiari dal depauperamento del valore delle loro partecipazioni, gli investitori saranno soggetti a un eventuale risarcimento dei danni per la violazione dei propri doveri fiduciari. Si noti infatti che la Guidance al Principle 2 afferma che «An institutional investor's duty is to act in the interests of all clients and/or beneficiaries when considering matters such as engagement and voting.», e che nella prefazione al Code viene sottolineata la responsabilità dei *managers* o *agents* dell'investitore istituzionale nel caso in cui la condotta di quest'ultimo non rispecchi l'impegno di adesione al Code assunto (FRC – *The UK Stewardship Code*, cit., p. 1: «Institutional shareholders are free to choose whether or not to engage but their choice should be a considered one based on their investment approach. Their managers or agents are then responsible for ensuring that they comply with the terms of the mandate as agreed.»). Come verrà meglio chiarito nel testo, nonostante le norme del *code* facciano riferimento alla *responsabilità* derivante dalla *stewardship*, in mancanza di alcun sistema di *enforcement* esse si traducono però concretamente in mere raccomandazioni della cui coerenza è lecito dubitare.

teme, la prassi degli investitori sia quella di non esercitare i diritti loro spettanti al fine di partecipare attivamente alla gestione, non si innescherebbe allora nemmeno una competizione tra di essi, avente quale discriminazione il grado di virtuosità della condotta. La disciplina in materia di *stewardship* pare dunque atta a innalzare i costi complessivi, per addivenire a risultati perlomeno incerti <sup>(551)</sup>.

A questi fattori si aggiungono naturalmente le problematiche già evidenziate, quali la differenziazione dei portafogli degli investitori professionali <sup>(552)</sup> (come anche degli investitori risparmiatori), che rende antieconomico investire nei costi cognitivi necessari a una partecipazione informata, e quindi preferibile alla via della *voice* quella dell'*exit*, ovverosia del disinvestimento <sup>(553)</sup>, nonché il disincentivo determinato dalla propensione a ostacolare il *free riding* da parte di altri investitori, o ancora l'allineamento sulle posizioni del *management* (che anzi viene propugnato espressamente dallo stesso *Stewardship Code* per tutti i casi "fisiologici" – cfr. la Guidance al Principle 3 – benché la Guidance al Principle 6 vada a specificare che «They should not automatically support the board»).

Si ribadisce in questa sede che, come già ampiamente discusso, appare realistico, vista la propensione per la riduzione del rischio attraverso la differenziazione dei portafogli titoli, che gli investitori non possano esercitare un voto informato per tutte le azioni detenute, ed è stato sottolineato come sia diffusa la pratica di affidarsi ai servizi di appositi *proxy advisors*. Tale rapporto – come peraltro quello con i gestori degli attivi (i c.d. *asset managers*) <sup>(554)</sup> – si profila

---

<sup>(551)</sup> A un anno e mezzo dall'entrata in vigore, lo stesso FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *Developments in Corporate Governance 2011 – The impact and implementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Codes*, cit., p. 5, ammetteva che «As to whether the Stewardship Code has yet had an impact on the quality of engagement, there are mixed signals. Many companies the FRC spoke to said that they had not seen any notable increase in the number of investors wishing to engage with them [...] but others said that where engagement took place the quality had improved, with investors showing an interest in a wider range of governance, capital raising and strategic issues.»; dal punto di vista degli investitori finali inoltre, rilevava (*Id.*, p. 21): «There are signs that the market is beginning to scrutinise statements with the aim of differentiating the level of stewardship on offer.».

<sup>(552)</sup> INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION – *Adherence to the FRC's Stewardship Code at 30 September 2011*, cit., p. 18 rilevava come il 50% degli investitori professionali che avevano aderito al sondaggio detenessero partecipazioni in oltre 250 società quotate britanniche.

<sup>(553)</sup> Cfr. FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *Developments in Corporate Governance 2011 – The impact and implementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Codes*, cit., p. 24: «Comments from larger companies suggested that they felt able to have meaningful discussions with the majority of their main shareholders, although some questioned whether investors had enough people with the right skills to cope with the quantity of engagement that was being sought.».

<sup>(554)</sup> Il tema veniva trattato anche dal *Green paper* del 2011 sul governo societario, in particolare, nelle Questions da 14 a 16: quanto alla possibilità (Question 14) di adottare misure riguardanti la struttura di incentivi dei gestori di attivi (relativamente ai portafogli di investitori istituzionali a lungo termine) e la valutazione dei loro risultati, la maggior parte dei *respondents* favorevoli all'adozione di misure ulteriori esprimeva il proprio favore per provvedimenti di

estremamente delicato e ingenera indubbiamente dei problemi di agenzia e un allungamento della “catena dell’informazione” le cui conseguenze andrebbero probabilmente meglio esplorate <sup>(555)</sup>: l’investitore finale non ripone più (a ragione o a torto) la propria fiducia direttamente nell’operato degli amministratori, ma nella professionalità dell’investitore istituzionale; quest’ultimo a sua volta, nel momento in cui rinuncia a monitorare direttamente le società in cui ha investito per affidarsi ai consigli dei *proxy advisors* ripone a sua volta la propria fiducia nelle indicazioni di questi ultimi e nelle strategie che essi andranno a elaborare. Dal punto di vista del rispetto dei precetti di cui allo *Stewardship Code*, resta da domandarsi se possa ritenersi che un investitore soddisfi ai requisiti da questo individuati, in particolare al Principle 1, per il solo fatto di essersi affidato ad *advisors* qualificati e dall’acclarata professionalità. Il punto è stato peraltro oggetto di revisione: in particolare è stato proposto di incrementare la trasparenza dell’investitore con l’indicazione di come questi si pone in rapporto alle raccomandazioni dell’*advisor*, il quale – viene ribadito – dovrebbe avere la finalità di informare l’investitore e non di sostituirsi ad esso nelle scelte <sup>(556)</sup>.

---

natura legislativa e non autoregolamentari, incentrati sull’implementazione della trasparenza; relativamente all’opportunità (Question 15) di promuovere una vigilanza più efficace da parte degli investitori istituzionali sugli *asset managers*, le risposte risultavano contrastanti; sul tema delle modalità (Question 16) di promozione dell’indipendenza dei gestori degli attivi e della gestione dei conflitti d’interesse, la maggioranza dei *respondents* si dimostrava invece contraria (fonte: EUROPEAN COMMISSION – DIRECTORATE GENERAL INTERNAL MARKET AND SERVICES – CAPITAL AND COMPANIES – CORPORATE GOVERNANCE, SOCIAL RESPONSIBILITY – *Feedback Statement – Summary of responses to the Commission Green paper on the EU Corporate Governance Framework*, cit., p. 12 ss.).

<sup>(555)</sup> Non è un caso che il punto sia stato oggetto della pubblica consultazione del 2012 finalizzata all’aggiornamento del Code: cfr. FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *Revisions to the UK Stewardship Code – Consultation Document*, cit., p. 1, secondo cui «there is no common understanding of what is meant by the term “stewardship”, or of the respective roles and responsibilities of asset owners and managers. The revised Code attempts to provide greater clarity on these issues.».

<sup>(556)</sup> Cfr. in proposito FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *Revisions to the UK Stewardship Code – Consultation Document*, cit., p. 7: «many statements do not provide the information needed to assess the quality of the signatory’s stewardship activities, for example whether they apply their own voting policy or always follow that of the advisory service. As noted in the FRC’s December 2011 report, many companies continue to be concerned that some investors appear to be uncritical in following the recommendation of proxy advisors even when this conflicts with their own engagement activities. [...] A clear sense that they [il riferimento va al *proxy voting* o gli altri *voting advisory services*] are being used to inform, rather than substitute for, investors’ stewardship activities could help alleviate pressure for prescriptive regulation. The proposed revisions (which appear in the guidance to Principle 6) therefore request that signatories disclose not only whether they use these advisors but also the extent to which they use, rely upon and follow their recommendations.».

Il problema dell’“appiattimento” degli investitori sulle posizioni espresse dai *proxy agents* si propone in particolare nel caso di investitori stranieri: cfr. FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *Developments in Corporate Governance 2011 – The impact and implementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Codes*, cit., p. 23. La nuova *guidance* al Principle 6 di cui a FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *The UK Stewardship Code*, September 2012, cit., p. 9, prevede che «Institutional investors should disclose the use made, if any, of proxy voting or other voting advisory services. They should describe the scope of such services, identify the providers and disclose the extent to which they follow, rely upon or use recommendations made by such services. Institutional investors should disclose their approach to stock lending and recalling lent stock.».

FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *Feedback Statement – Revisions to the UK Stewardship Code*, September 2012, cit., p. 2, chiarisce infine che il FRC si riserva di valutare l’eventuale necessità di estendere l’applicazione delle norme del Code anche alle *proxy agencies*, nonché di richiedere ai firmatari la futura introduzione di una *effettiva* (e non solo di una *robusta*) disciplina positiva dei conflitti d’interesse.

Degni di notevole interesse per la presente analisi risultano i dati pubblicati dall'Investment Management Association nel secondo *report* sul grado di adesione al Code <sup>(557)</sup>, e che di primo acchito sembrerebbero smentire il *caveat* oggetto delle presenti pagine: in estrema sintesi, dal sondaggio emerge come oltre il 70 % dei *respondents* monitori regolarmente, a mezzo di una struttura interna a ciò deputata, tutte le società di cui detiene i titoli in portafoglio, tendendo però, in ragione delle partecipazioni in numerose società detenute <sup>(558)</sup>, a limitare il proprio intervento – principalmente proattivo – ai momenti topici delle attività assembleari (attivandosi, nella maggior parte dei casi, per votare le sole mozioni in tema di remunerazione del *management* e composizione del *board*), peraltro facendo segnare un crescente assenteismo relativamente agli Annual General Meetings, dovendosi registrare un 32,8 % (23,8 % nel 2010) di soggetti che non partecipano mai, a fronte di un 39 % (45 % nel 2010) di investitori che partecipano principalmente quando detengono partecipazioni di maggioranza o solo quando lo ritengano opportuno <sup>(559)</sup>.

I livelli di partecipazione sembrano pervero notevolmente elevati: l'86 % dei *respondents* dichiarano di votare per tutte le azioni detenute sul mercato domestico, ed un ulteriore 9 % afferma di votare per almeno il 75% delle azioni in portafoglio <sup>(560)</sup>: rimane da capire se all'adesione formale ai principi di *stewardship* corrisponda un adeguamento sostanziale, oltretutto se l'esercizio del voto sia consapevole e preceduto da uno studio responsabile del materiale relativo alle specifiche riunioni assembleari.

Il 73,4 % dei *respondents* dichiara di aver reso disponibile ai propri clienti la registrazione dei voti espressi, ma la maggioranza degli *stewards* non esplicita le ragioni del proprio voto <sup>(561)</sup>, così frustrando la possibilità di comprenderne le ragioni. Il 60,9 % degli investitori afferma inoltre di dare conto su base trimestrale ai propri clienti delle pratiche di *stewardship* e di voto seguite (in

---

<sup>(557)</sup> Cfr. INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION – *Adherence to the FRC's Stewardship Code At 30 September 2011*, cit.: il sondaggio, lanciato da IMA nel corso del 2011 è senza dubbio estremamente rilevante, avendovi aderito (*Id.*, p. 1) *equity managers* che rappresentano il 40 per cento del mercato britannico.

<sup>(558)</sup> Cfr. INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION – *Adherence to the FRC's Stewardship Code At 30 September 2011*, cit., pp. 18-21.

<sup>(559)</sup> Cfr. INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION – *Adherence to the FRC's Stewardship Code At 30 September 2011*, cit., p. 22.

<sup>(560)</sup> Cfr. INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION – *Adherence to the FRC's Stewardship Code At 30 September 2011*, cit., p. 32. Le percentuali di voto sono più ridotte sui mercati esteri, ma si registra una partecipazione complessivamente in crescita su ogni mercato.

<sup>(561)</sup> Cfr. INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION – *Adherence to the FRC's Stewardship Code At 30 September 2011*, cit., p. 36.

generale, senza fare riferimento a specifiche scelte), ma sono ancora pochi a essersi avvalsi di un meccanismo di verifica esterno – l'*independent audit opinion* caldeggiata dalla Guidance al Principle 7 – che ne certifichi la qualità delle procedure di voto (20,3 %) e il livello di adesione ai principi di cui allo Stewardship Code (9,4 %) <sup>(562)</sup>. In proposito merita rilevare come la versione aggiornata del Code precisi che «asset managers are encouraged to have the policies described in their stewardship statements independently verified. Where appropriate, asset owners should also consider having their policy statements independently verified» <sup>(563)</sup>. In altri termini, la verifica da parte di un soggetto indipendente viene tuttora *incoraggiata* e non invece imposta. Sia pure alla luce dell'approccio utilizzato dal FRC, teso a favorire l'adozione volontaria del Code, tale opzione appare decisamente discutibile: solo un quinto degli aderenti alla consultazione ha infatti dichiarato di avvalersi della valutazione di un soggetto terzo, e in assenza di tale verifica non vi è modo di misurare il grado di *effettiva* applicazione del Code. Sarebbe stato preferibile imporre il ricorso all'*independent audit opinion* perlomeno quale regime generale, senza timore di creare una disciplina eccessivamente rigida, tenendo conto che l'approccio *comply-or-explain* consente comunque agli aderenti di svincolarsi dall'applicazione delle norme del Code.

Dal sondaggio emerge peraltro come i maggiori ostacoli alla *stewardship* percepiti dagli aderenti vadano individuati non tanto nella legislazione in materia o nella difficoltà del monitoraggio, quanto piuttosto in ragioni di opportunità – l'attivismo è direttamente proporzionale alla partecipazione detenuta e all'influenza che si è in grado di esercitare – ed economiche (risorse e tempo limitati per effettuare un effettivo monitoraggio) <sup>(564)</sup>. Una *stewardship* più attenta e puntuale richiede comprensibilmente dei costi maggiori, che in ultima analisi verrebbero sostenuti dagli

---

<sup>(562)</sup> Cfr. INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION – *Adherence to the FRC's Stewardship Code At 30 September 2011*, cit., pp. 34-35.

<sup>(563)</sup> FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *The UK Stewardship Code*, September 2012, cit., p. 3, sub nr. 8 (la differenza tra *asset owners* e *asset managers* è esplicita a p. 1, sub nr. 6). Si noti peraltro come la *guidance* non sia altrettanto netta nel chiarire che il ricorso all'*independent opinion* è solamente auspicato e non imposto: cfr. *Id.*, p. 10, che riporta sostanzialmente quanto già contenuto nella *guidance* al testo del 2010 (cfr. *supra*, n. 525). In proposito, FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *Feedback Statement – Revisions to the UK Stewardship Code*, September 2012, cit., p. 5 dà conto dell'affermato rafforzamento della disposizione, sottolineando che «The amendments to Principle 7 state that managers 'should obtain' an assurance report rather than 'should consider obtaining' as in the 2010 Code. Some asset managers were opposed to the change on the grounds of additional bureaucracy and cost. However, since signatories retain the option to explain against this Principle if they wish, the revision was supported by a majority of respondents, including most of the major institutions. The proposed wording has been retained, as has the statement that assurance reports should be made available to clients on request.». La modifica appare ad ogni modo ancora eccessivamente blanda. Lo stesso *Feedback Statement* (*Id.*, p. 5) precisa peraltro che l'invito rivolto agli *asset owners*, proprio in quanto contenuto nella sezione introduttiva del Code, non costituisce un requisito formale.

<sup>(564)</sup> Cfr. INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION – *Adherence to the FRC's Stewardship Code At 30 September 2011*, cit., pp. 22-23.

investitori *retail*: nel mercato dell'intermediazione mobiliare tali costi si tradurrebbero in uno svantaggio competitivo tra investitori e non verranno presumibilmente affrontati finquando non saranno i beneficiari stessi della *stewardship* a dimostrare una predilezione per investimenti più sicuri, mostrandosi pronti a sostenere il relativo aggravio dei costi.

\* \* \*

Nei testi esaminati è più volte emerso che gli investitori istituzionali avrebbero delle responsabilità ulteriori rispetto a quelle di cui al rapporto fiduciario di natura contrattuale con i propri beneficiari. Allargando il ragionamento, in una prospettiva *de iure condendo* che prescindendo dalla disamina dello *Stewardship Code* britannico, è necessario comprendere se sia configurabile, in capo a tutti i soci, o quantomeno agli azionisti qualificati, quali solitamente sono gli investitori istituzionali, una qualsivoglia forma di dovere partecipativo specifico nei confronti della società, e se si possa di conseguenza correttamente parlare di una loro responsabilità in caso di violazione di predetto dovere <sup>(565)</sup>.

Tale direzione non appare percorribile, in quanto l'imposizione di specifici doveri di condotta, finalizzata a forzare l'attivismo, appare concettualmente inaccettabile e altresì controproducente: in primo luogo, concepire l'attivismo come un *dovere* presupporrebbe una visione della partecipazione sociale schiettamente istituzionalistica, funzionale a un interesse superiore, della cui correttezza è lecito dubitare. In secondo luogo, la previsione di obblighi partecipativi in capo agli azionisti rischierebbe di andare a stimolare una partecipazione meramente finalizzata a evitare di incorrere in sanzioni, e il probabile scadimento della qualità della stessa, con il verosimile allineamento sulle posizioni degli amministratori (o, se si preferisce, del socio di maggioranza). Non appare in particolare opportuna l'introduzione, pure caldeggiata da una parte degli operatori del settore <sup>(566)</sup>, dell'obbligo di votare per tutte le azioni detenute: in questo senso, il

---

<sup>(565)</sup> Naturalmente altra cosa è la previsione in capo agli investitori istituzionali di un obbligo di voto *nei confronti dei propri beneficiari*, quale è quella contemplata, ad esempio, dall'ordinamento francese (Code Monétaire et Financier, Livre V, Titre III, Chapitre III, Section 5 – rubricata *Règles de bonne conduite*), sub Article L.533.22, ai cui sensi «Les sociétés de gestion de portefeuille exercent les droits attachés aux titres détenus par les organismes de placement collectif en valeurs mobilières qu'elles gèrent dans l'intérêt exclusif des actionnaires ou des porteurs de parts de ces organismes de placement collectif en valeurs mobilières et rendent compte de leurs pratiques en matière d'exercice des droits de vote dans des conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. En particulier, lorsqu'elles n'exercent pas ces droits de vote, elles expliquent leurs motifs aux porteurs de parts ou actionnaires des organismes de placement collectif en valeurs mobilières.»; si tratta dunque dell'applicazione del meccanismo *comply-or-explain* al campo dei rapporti tra gestore del risparmio e investitori finali.

<sup>(566)</sup> Cfr. a titolo di esempio i suggerimenti in tal senso raccolti nel documento *Synthesis of the Comments on the Second Consultation Document of the Internal Market and Services Directorate-General "Fostering an appropriate regime for shareholders' rights"*, cit., p. 23.

mero incoraggiamento al voto contenuto (cfr. la Guidance al Principle 6 dello *Stewardship Code*: «Institutional investors should seek to vote all shares held.») si profila come la scelta più corretta, mentre appare dubbio che le “responsabilità” degli investitori nei confronti della società cui fa riferimento lo stesso *Code* siano cogenti e sanzionabili. In terzo ed ultimo luogo, rappresentando gli investitori istituzionali, specie nel mondo anglosassone, quote considerevoli, in aggregato maggioritarie, del capitale sociale, l’obbligo in capo agli investitori di partecipare attivamente si tradurrebbe – in mancanza di un concorrente investimento di natura cognitiva – in un incremento alluvionale “di voti inconsapevoli”, che diverrebbe pericolosamente determinante per la formazione del volere assembleare. In altri termini, si rischierebbe di consentire di far influenzare significativamente gli esiti dei lavori assembleari da parte di soggetti non sufficientemente informati, con conseguenze indubbiamente perniciose: appare quindi decisamente più opportuno che solo i soggetti interessati a influire sulle delibere assembleari si attivino (eventualmente dando l’avvio alla raccolta di deleghe di voto <sup>(567)</sup>, così da “rafforzare” la propria posizione) per partecipare. Non sembra peraltro possibile nemmeno spingere gli investitori istituzionali a orientarsi obbligatoriamente verso investimenti a lungo termine, perché per quanto possa essere ritenuto deprecabile, è comunque legittimo che i beneficiari possano prediligere lo *short termism* e investitori che consentano loro di conseguire un guadagno in un breve orizzonte temporale <sup>(568)</sup>.

\* \* \*

In definitiva, anche per gli investitori istituzionali non cambiano i termini del problema tratteggiati in precedenza per gli azionisti in generale <sup>(569)</sup>: non è possibile stimolarne

---

<sup>(567)</sup> Il sistema delle deleghe di voto può essere invero considerato al contempo sia uno degli strumenti che possono permettere di ridurre il tasso di disinteresse degli azionisti per i lavori assembleari, sia una delle ragioni dello iato tra proprietà e gestione e quindi dello stesso assenteismo dei soci: cfr. in quest’ultimo senso le considerazioni di ASCARELLI T. – *I problemi delle società anonime per azioni*, in Riv. Soc., 1956, p. 11: «la maggioranza assembleare non corrisponde [...] più, nelle grandi società con azioni diffuse nel pubblico, alla maggioranza del capitale sociale e ciò pel disinteresse e l’assenteismo degli azionisti e la facilità nelle incette delle procure.».

<sup>(568)</sup> Il quadro britannico in tema di *best practices* relative ai rapporti tra società e investitori istituzionali risulta invero oltremodo magmatico: sempre nel corso del 2012 vanno registrati la pubblicazione del report KAY J. – *The Kay Review of Equity Markets and Long-Term Decision Making*, July 2012, disponibile al seguente indirizzo Internet <http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/business-law/docs/k/12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf>, nonché la promozione da parte di ICSA del documento di consultazione ICSA, INVESTOR STEWARDSHIP WORKING PARTY – *Improving engagement practices between companies and institutional investors*, October 2012, disponibile all’indirizzo Internet <https://www.icsaglobal.com/assets/files/pdfs/Policy2/01-Improving-Engagement-Practices-between-Companies-and-Institutional-Investors-Consultation-Oct-2012.pdf> (su cui cfr. anche VITALI M.L. – *Il rapporto tra società e investitori istituzionali in un documento consultivo britannico*, in Riv. Soc., 2012, p. 1298): entrambi espressamente riconoscono la sussistenza di un legame tra le modalità di *engagement* – e, prima ancora, delle politiche di investimento – degli investitori istituzionali e la predilezione societaria per il lungo periodo.

<sup>(569)</sup> Icasticamente, WONG S. C.Y. – *Why stewardship is proving elusive for institutional investors*, cit., p. 406, si domanda: «Why is it so difficult for institutional investors to act as stewards? In essence, it is because stewardship is

artificiosamente l'interesse alla gestione, e anzi, qualora se ne volesse promuovere forzatamente l'attivismo si potrebbero ingenerare effetti addirittura controproducenti; anche la proposta regolamentazione dei *proxy advisors* – benché auspicabile, trattandosi di un tema estremamente problematico – non pare possa portare ad altro che all'imposizione di regole di trasparenza, ma nell'assenza di un qualsivoglia effettivo controllo da parte del mercato, e in mancanza dell'opzione a favore di un valido sistema di *enforcement* pubblico, non sarà possibile determinare il grado di rispetto delle regole cui gli investitori dichiarano di conformarsi. Lo *Stewardship Code* appare dunque come un'arma spuntata, che solo illusoriamente va a istituzionalizzare la capacità di autoregolamentazione del mercato: è conseguentemente probabile che la ventilata introduzione di codici di *stewardship* (a livello nazionale o comunitario) non vada a incidere significativamente sull'apatite *trend* invalso nella prassi, e così a riconfigurare l'attuale assetto degli equilibri. Un'iniziativa volta alla sua diffusione a livello europeo – peraltro non è ancora chiaro se, come sembra, facendo riferimento a codici nazionali (non essendo stata ritenuta opportuna la creazione di un unitario codice europeo di governo societario), o adottando un testo comune, come caldeggiato dal Parlamento europeo – sembra destinata a replicarne le caratteristiche e i limiti.

Non risulta dunque peregrino domandarsi se la partecipazione degli azionisti, fin anche istituzionali, costituisca una condizione imprescindibile per un efficace governo societario. Alla luce delle riflessioni di cui sopra, la risposta pare debba essere negativa: a tacere dalla considerazione che non risulta provato che l'attivismo degli investitori istituzionali generi necessariamente benefici per le società quotate, specialmente nel lungo periodo <sup>(570)</sup>, gli assetti

---

not in their genetic makeup.»; secondo l'autore sono infatti svianti i fattori invalsi nella moderna prassi finanziaria che costituiscono veri e propri disincentivi alla partecipazione attiva degli investitori istituzionali. I principali sono i seguenti: modelli di misurazione della performance inadeguati; accordi finanziari volti alla promozione degli scambi e dei risultati di breve termine; l'eccessiva diversificazione dei portafogli titoli; la lunghezza delle *ownership chains*, che indebolisce una "mentalità proprietaria"; una distorta interpretazione dei doveri fiduciari che attribuisce eccessiva importanza ai dati quantitativi, piuttosto che a quelli qualitativi; un approccio scorretto al modello di *business* e *governance* da parte dei fondi passivi (i *passive funds* sono definiti dal sito Finance Glossary <http://www.finance-glossary.com/define/passive-fund/1651/0/p> come «A collective fund that tracks rather than trying to beat the index by investing in companies in accordance with the constituents of an index.», la medesima pagina sottolinea che «The managers of the fund have far lower expenses, and the charges to investors are lower than for active funds. [...] Advocates of passive funds note that many actively managed funds fail to match the index, let alone beat it.»).

<sup>(570)</sup> Cfr. CHEFFINS B. – *The Stewardship Code's Achilles' Heel* (2010), *cit.*, p. 1025 «If calls are made for a more intrusive approach to shareholder engagement, it would be prudent for policymakers to scrutinize carefully an assumption that has gone largely unquestioned as debates about corporate governance have proceeded in the UK, namely that shareholder involvement in corporate affairs generates net benefits. Though those vested with responsibility for reforming UK corporate governance have generally assumed shareholder activism is a 'good thing', the point should not be taken for granted.». Secondo GILLAN S.L., STARKS L.T. – *The Evolution of Shareholder Activism in the United States*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 19, n. 1, 2007, p. 55, disponibile all'indirizzo [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=959670](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=959670), è difficile stabilire una relazione causale tra l'attivismo degli azionisti e la *performance* societaria: gli autori danno conto di diversi studi che dimostrerebbero come nel breve periodo sia genericamente riscontrabile un effetto positivo, ma avanzano perplessità quanto agli effetti di lungo periodo. In proposito viene sottolineato come la presenza sul mercato degli *hedge funds*, che certamente ha determinato un

proprietari e la prassi invalsa oggigiorno portano a ritenere illusorio (e pericoloso) pretendere che un ribilanciamento della *governance* – il *corretto equilibrio* di cui al titolo del presente lavoro – possa fondare su di un loro maggiore attivismo e che gli azionisti, se debitamente incentivati, possano scrutinare efficacemente l'operato degli amministratori.

#### 2.4. Alcune considerazioni conclusive

Volendo trarre le somme quanto alla realizzabilità di una riforma che valorizzi il ruolo degli azionisti negli equilibri che caratterizzano la *governance*, si perviene a conclusioni sconfortanti.

Il nuovo corso inaugurato dal legislatore comunitario con la Direttiva *Shareholders' Rights* mira, in ultima istanza, all'ambizioso risultato di riequilibrare a favore dei soci il rapporto tra proprietà e gestione, che i recenti scandali finanziari hanno dimostrato essere eccessivamente sbilanciato a beneficio del *management*, e così a favorire il «buon governo societario». È indubbio che l'introduzione di misure volte a semplificare l'esperimento del voto permetta astrattamente una più agevole partecipazione, specie agli azionisti non residenti <sup>(571)</sup>: la Direttiva può infatti ridurre – ma non eliminare, come si è sottolineato nel rilevare che un ulteriore ostacolo è rappresentato dalla reperibilità dell'informazione nella sola lingua dell'emittente – il sensibile *gap* esistente tra investitori nazionali e stranieri <sup>(572)</sup>; del pari, la scelta di accordare ai soci diritti maggiormente incisivi mette a disposizione di coloro che già intendano prendere parte all'assemblea un più variegato spettro di strumenti di *voice*.

---

impatto positivo in termini di contendibilità del controllo nel breve periodo, sia troppo recente per poterne studiarne gli effetti in un lasso di tempo più prolungato.

<sup>(571)</sup> Relativamente al grado di effettività della circolazione transfrontaliera dell'informazione e del conseguente esercizio del diritto di voto, cfr. quanto riportato da COMMISSIONE EUROPEA – *Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario, cit.*, p. 16: «Alcuni investitori hanno segnalato che l'esercizio transfrontaliero del diritto di voto risulta ancora problematico e che la normativa UE dovrebbe facilitarlo. La direttiva relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate (2007/36/CE) ha contribuito sensibilmente a migliorare la situazione. Tuttavia, a causa del suo recepimento tardivo da parte di molti Stati membri, il suo impatto reale per i singoli investitori finali comincia solo ora a farsi sentire. Inoltre, nella catena di trasmissione sembra esservi un problema di circolazione effettiva di informazioni pertinenti tra emittente e azionista, soprattutto nelle situazioni transfrontaliere.».

<sup>(572)</sup> Cfr. COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Commission Staff Working Document, Annex to the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the exercise of voting rights by shareholders of companies having their registered office in a Member State and whose shares are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2004/109/EC – Impact Assessment, cit.*, p. 9. Il medesimo documento, all'Annex 7 – *Attendance rate at GMs of foreign shareholders*, p. 224 ss., propone un sintetico ma indicativo studio a campione sul concreto divario, spesso (eufemisticamente) sensibile, tra le percentuali di partecipazione assembleare da parte di azionisti domestici e stranieri nel corso del primo lustro del 2000.

Pur salutando con favore tali misure, non ci si può esimere dal rilevare come esse non appaiano coerenti con l'obiettivo individuato dal legislatore comunitario – ovvero quello di «allow shareholders to play their full role in the decision-making process of the company»<sup>(573)</sup> – non tanto perché la Direttiva rende disponibili incentivi alla partecipazione che verranno eventualmente utilizzati dai soli investitori istituzionali e non dai singoli azionisti risparmiatori<sup>(574)</sup>, ma piuttosto perché lascia impregiudicati gli elevati costi cognitivi connessi a una partecipazione consapevole e al conseguente voto informato. Tali costi, infatti, e non l'apatia degli azionisti stranieri, rappresentano il principale ostacolo a una partecipazione attiva da parte degli investitori tutti<sup>(575)</sup>, ma non è dato individuare alcuna fattibile soluzione per farvi concretamente fronte e renderli quindi meno disincentivanti, se non – come verrà chiarito nel corso del successivo capitolo – quella di ripartirli legislativamente in proporzione alla partecipazione detenuta<sup>(576)</sup>.

---

<sup>(573)</sup> Così EUROPEAN COMMISSION - INTERNAL MARKET DIRECTORATE GENERAL – *Fostering an appropriate regime for shareholders' rights – Consultation document of the Services of the Internal Market Directorate General*, cit., p. 7, già richiamato in n. 321. A meno di voler considerare l'obiettivo di fare assumere agli azionisti un ruolo centrale nel governo societario quale una utopistica dichiarazione d'intenti, una mera declamazione cui non tenere realmente conto (il che non sembra: la strumentalità del rafforzamento dei diritti – inteso a permettere agli azionisti di assumere un ruolo centrale nel processo decisionale societario – all'elevazione del livello di competitività ed efficienza del mercato, veniva sottolineata, *inter alia*, da COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES – *Commission Staff Working Document, Annex to the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the exercise of voting rights by shareholders of companies having their registered office in a Member State and whose shares are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2004/109/EC – Impact Assessment*, COM(2005)685 final, cit., p. 20), tale obiettivo non può dirsi raggiunto.

<sup>(574)</sup> Appare infatti impensabile, perlomeno nella grande società per azioni, che il singolo azionista che non sia mosso da intenti ideali, o da particolari ragioni di “*affectio societatis*” (o ancora, al di fuori da una prospettiva fisiologica, da una volontà emulativa/ostruzionistica), voglia avventurarsi lungo l'erta china dell'acquisizione in proprio dell'informazione sufficiente per poter votare consapevolmente. Correttamente CAVALLI G. – *I sindaci*, in G.E. Colombo, G.B. Portale (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. 5, Torino, UTET, 1988, p. 85, rileva che «la struttura delle società azionarie rende improponibile la soluzione (che, invece, è tipica degli organismi più elementari) di investire ogni interessato della titolarità diretta dei poteri di riscontro». Nello stesso senso cfr. anche MONTALENTI P. – *Corporate governance: raccomandazioni Consob e prospettive di riforma*, cit., p. 720, il quale, preso atto «che la tutela dell'azionista di minoranza mero investitore non potrà che continuare ad essere assicurata dalla disciplina del mercato mobiliare e dall'operato dell'organo di controllo, essendo irrealistico ipotizzare un suo antistorico riavvicinamento alla vita sociale in termini di partecipazione diretta.», ritiene «che debba accantonarsi il mito della trasparenza e dell'informazione societaria siccome destinata direttamente al singolo investitore, che, compiutamente informato, potrà così effettuare scelte consapevoli. In realtà l'informazione è anch'essa uno strumento di tutela indiretta del risparmiatore in quanto rivolta, sostanzialmente, a soggetti qualificati, dagli analisti finanziari agli intermediari che, essi sì, sorvegliano il mercato, ne interpretano le tendenze e le prospettive e orientano o operano le scelte di investimento che i risparmiatori adottano direttamente o indirettamente.».

<sup>(575)</sup> In altri termini, anteriormente alla riforma, gli investitori stranieri risultavano *ancor più* disincentivati a partecipare e votare di quanto non lo fossero gli investitori domestici, ma per entrambi si poneva – come si pone tuttora, in termini immutati – il medesimo problema della mancanza di reali incentivi ad affrontare i costi cognitivi necessari per una detenzione delle azioni pienamente consapevole.

<sup>(576)</sup> Cfr., *infra*, par. 3.4.3.

L'impressione che si ricava dalla Direttiva sui diritti degli azionisti è dunque che le misure da essa introdotte permettano di “semplificare la vita” a soggetti che già partecipavano – o che comunque si dimostravano tendenzialmente già inclini a una partecipazione attiva – ma non siano sufficienti a stimolare la larga parte di inattivi, essendo piuttosto probabile che questi, esattamente come prima, non considerino nemmeno l'idea di approfondire qualsivoglia impegno nella gestione *lato sensu* della compagine in cui hanno investito. Anche a fronte delle (più economiche) alternative, di cui si è dato conto, invalse nella prassi per ridurre l'alea di rischio connaturata all'acquisto di valori mobiliari/all'investimento – *in primis* la differenziazione degli investimenti, in applicazione della teoria del portafoglio – la detenzione “disinformata” appare tuttora l'opzione più razionale e, per contro, l'obiettivo di fare assumere agli azionisti un ruolo centrale nella società per azioni quotata sembra invero irraggiungibile <sup>(577)</sup>.

In particolare, le medesime argomentazioni – maggiormente intuitive quanto alla mancanza di convenienza nella partecipazione degli azionisti risparmiatori – sono replicabili per gli investitori istituzionali: numerosi fattori, quali la detenzione di portafogli-titoli particolarmente differenziati, la predilezione per politiche emulative, ma anche il ricorso agli *advisors* e l'automazione delle scelte, conducono a ritenere che anche gli investitori professionali siano nella maggior parte dei casi portati a prediligere una condotta inesorabilmente apatica, sostanziantesi in particolare nello scarso controllo sulla gestione e in un “attivismo” generalmente limitato alla sola nomina e rimozione del *management* in caso di *performances* societarie al di sotto delle aspettative, per sostituire i gestori con nuovi amministratori, nella (supposta e spesso non suffragata da riscontri) convinzione che questi ultimi sapranno dimostrarsi migliori rispetto ai loro predecessori, o perlomeno sulla base della sola speranza che la revoca dell'organo gestorio venga interpretata dal mercato come un segnale di discontinuità e possa essere conseguentemente premiata. L'incentivazione alla partecipazione diretta (senza abdicare all'utilizzo di *advisors* o meccanismi computerizzati di scelta del paniere di società in portafogli) degli investitori istituzionali e la previsione in capo ad essi di oneri ulteriori – specie l'introduzione di più stringenti regole di condotta e dell'obbligo di una maggiore trasparenza – ad ora non sembra peraltro risolutiva e foriera di sensibili miglioramenti del panorama appena prospettato. I meccanismi recentemente proposti, per potersi dimostrare efficaci e

---

<sup>(577)</sup> Scettico quanto alla possibilità che la Direttiva possa concretamente innescare un circolo virtuoso appare anche BUSANI A. – *Più partecipazione all'assemblea delle società*, commento al D.Lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 – Attuazione della Direttiva 2007/36/CE, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate, in *Le società*, 2010, p. 401, che fonda però il proprio scetticismo nella sola scarsa contendibilità delle società quotate italiane, ritenendo invece, con un'opinione non condivisibile, che la Direttiva astrattamente «incentiva indubbiamente un rapido ed efficiente accesso degli investitori istituzionali di tutto il mondo [...] al capitale di rischio [...] innescando così il circolo virtuoso che inevitabilmente si origina da una maggior dialettica».

non tradursi in un mero aggravio per gli investitori istituzionali, cui far fronte prestando un ossequio esclusivamente formale alle regole, necessitano infatti di essere adeguatamente calibrati e integrati con un idoneo sistema di *enforcement* – ad oggi inconsistente, in quanto basato su sanzioni esclusivamente reputazionali – che presuppone un controllo *ex post* sull’attività degli investitori professionali. L’apatia che contraddistingue gli investitori è tuttora *irreversibilmente razionale* e – benché sia astrattamente sostenibile che, a fronte di determinati incentivi, la partecipazione dei soci possa essere profittevolmente stimolata<sup>(578)</sup> – non sono ravvisabili misure sufficientemente idonee a favorirne l’*affezione* per la società, e che, quale effetto consequenziale, facciano di essi un “contropotere” adeguato rispetto agli amministratori, *rectius*, restituiscano all’organo assembleare la centralità e l’autorevolezza (pur sempre in funzione di controllo dell’operato dell’organo amministrativo) che gli competevano nella visione, consacrata nel testo del codice, del legislatore del 1942.

Le considerazioni ad ora esposte confermano quanto peraltro sostenuto dai documenti comunitari<sup>(579)</sup>, ovvero che l’assemblea di società per azioni abbia definitivamente perso<sup>(580)</sup>, se mai l’abbia avuto, il ruolo centrale di luogo ove vengono a maturare, nel dibattito dei soci, le decisioni più importanti per la società, e costituisca invece irrimediabilmente la sede della ratifica di orientamenti e decisioni formatisi altrove: tale ipotesi, lungi dall’essere considerata patologica e meritevole di sanzione, viene dunque non solo accettata, ma pure incentivata dal legislatore<sup>(581)</sup>.

---

<sup>(578)</sup> Merita rilevare come la grande maggioranza dei *respondents* alla Question 21 («Ritenete che gli azionisti di minoranza debbano godere di maggiori diritti in modo da poter rappresentare più efficacemente i propri interessi in società dove siano presenti azionisti dominanti o di controllo?») del *Green paper* 2011 sul governo societario abbia ritenuto che gli azionisti di minoranza siano già sufficientemente protetti, e che eventualmente – secondo alcuni – il vero problema è rendere effettivi i diritti esistenti («Some respondents see a need to focus on the rational apathy of smaller shareholders with the aim of promoting their use of existing rights and on the enforcement of current rules.»): cfr. EUROPEAN COMMISSION – DIRECTORATE GENERAL INTERNAL MARKET AND SERVICES – CAPITAL AND COMPANIES – CORPORATE GOVERNANCE, SOCIAL RESPONSIBILITY – *Feedback Statement – Summary of responses to the Commission Green paper on the EU Corporate Governance Framework*, cit., p. 16.

<sup>(579)</sup> Cfr., *supra*, par. 2.1. e in particolare la n. 184. In proposito, ASCARELLI T. – *I problemi delle società anonime per azioni*, cit., p. 12, già affermava che «la maggioranza assembleare non è quasi mai il frutto della convinzione maturatasi nella maggior parte degli intervenuti in seguito all’assemblea e nemmeno in occasione di questa, ma è determinata dalla preesistente posizione azionaria dalla quale discende l’identificazione della persona o del gruppo che esercita il controllo che è perciò preconstituito rispetto ad una deliberazione che, in linea di fatto, non fa spesso che sancire quanto già deciso dal gruppo che esercita il controllo.». Anche secondo BLANDINI A. – *L’intervento e la rappresentanza in assemblea e l’art. 10 della direttiva 2007/36/CE: prime considerazioni e proposte*, in *Le Società*, 2009, p. 513: «certo è che le “minoranze” e la “maggioranza” assembleare sono già preconstituite: è quindi soltanto “propagandistica” la tesi secondo la quale la maggioranza si lascia affascinare dal pur abile ed articolato discorso del socio portatore dello 0,0001%».

<sup>(580)</sup> Cfr. quanto già anticipato, *supra*, par. 2.1.1.d) *sub* n. 352.

<sup>(581)</sup> Come già sottolineato (cfr., *supra*, par. 1.2.4.), il ridimensionamento delle funzioni gestorie dell’assemblea, avvenuto con la riforma del 2003-04, non appare che la presa d’atto (e la conferma) da parte del legislatore,

Al di là delle declamazioni di principio, quali appaiono essere quelle che esaltano la democrazia azionaria <sup>(582)</sup>, realisticamente la rivitalizzazione del ruolo dei soci non avrebbe consentito tanto il raggiungimento dell'utopico obiettivo di fare dell'assemblea di società per azioni quotata un luogo di dibattito e confronto per gli azionisti, ma avrebbe potuto perlomeno ottenere il risultato di farla divenire la periodica occasione in vista della quale tutti gli azionisti (quindi anche le minoranze) avrebbero potuto ottenere una completa e corretta informazione sulla gestione – ad oggi appannaggio della sola maggioranza, cui il *management* renderà sistematicamente conto – così da monitorare l'attività degli amministratori, andando se del caso a deciderne la revoca; in presenza di un atteggiamento irreversibilmente apatico da parte degli azionisti, anche questo secondo obiettivo appare ineluttabilmente frustrato. Non avrebbe peraltro senso, come giustamente ritenuto dallo stesso High Level Group of Company Law Experts <sup>(583)</sup>, andare a introdurre degli obblighi di partecipazione e voto per gli azionisti, piccoli o grandi che siano. Piuttosto, la ventilata adozione di *stewardship codes* sul modello britannico getta invero qualche ombra sulla lucidità delle politiche individuate dal legislatore comunitario per perseguire gli obiettivi di ammodernamento delle regole di governo societario.

In definitiva, per tutte le ragioni ad ora enunciate, pare si possa concludere che la Direttiva *Shareholders' Rights*, e più in generale la politica che fonda su di una più significativa partecipazione degli azionisti sia in chiave propositiva che in chiave reattiva, non sia idonea ad invertire la tendenza che vede – salvi casi del tutto eccezionali – gli investitori della grande società quotata, finanche istituzionali, ineluttabilmente destinati a rimanere un “gigante dormiente” razionalmente apatico, disinteressato al merito delle scelte gestorie e al controllo dell'operato dell'organo amministrativo. Che sia necessario individuare un nuovo equilibrio nella *governance* societaria è certo, ma quest'equilibrio non può trovare fondamento nell'attribuzione ai soci di un ruolo che essi non possono (e comunque non vogliono) ricoprire.

Che cosa fare allora? La conclusione deve sostanzialmente necessariamente nell'abdicare all'apatia e rinunciare ad auspicare l'individuazione di un qualsivoglia ruolo attivo per i soci

---

dell'ineluttabilità di questo fenomeno: «Il legislatore dimostra chiaramente di accettare come fisiologica l'ipotesi della formazione preassembleare della volontà dei soci o di coalizioni tra soci [...] il Testo unico della finanza, come novellato per effetto del d. lgs. 27 gennaio 2010 n. 27, rimanda nitida l'immagine di un'assemblea che diviene luogo e momento della sintesi finale di un confronto che si è sviluppato prima e fuori della riunione.» (così PEDERZINI E. – *L'assemblea telematica di società quotate “fra mito e realtà”*, cit., p. 486).

<sup>(582)</sup> Quanto ai termini, temporali e qualitativi, entro cui si è potuto parlare di democrazia azionaria in Italia, cfr., *supra*, par. 1.2.

<sup>(583)</sup> Cfr., *supra*, par. 2.1.1.b.1).

nell'ambito del governo societario? La costruzione di un rinnovato sistema di pesi e contrappesi deve ineluttabilmente ricercarsi nell'elaborazione di soluzioni aventi una matrice istituzionalistica "forte", prescindendo del tutto dalla sollecitazione dell'attivismo assembleare e dall'opzione contrattualista? La formulazione di una risposta al quesito impone necessariamente l'ampliamento del piano prospettico: una volta riconosciuto che il socio non può, né molto spesso vuole, esercitare il ruolo di *watchdog* come auspicato dal legislatore, e che dunque un rinnovato equilibrio non possa fondare su di un'assemblea sufficientemente attiva e realmente indipendente, quale contrappeso rispetto al potere dell'organo gestorio, è doveroso in primo luogo verificare se possa essere individuato un altro soggetto potenzialmente idoneo a rivestire detto ruolo ed esercitare efficacemente il controllo, per comprendere poi se sussista la possibilità di conferire comunque centralità alla figura dell'azionista, sebbene solo in via mediata, nell'ambito di rinnovati meccanismi di controllo.



## CAPITOLO TERZO

### LA TUTELA DEI SOCI E L'ORGANO DI CONTROLLO: IPOTESI PER UN *NUOVO EQUILIBRIO*

Nei precedenti capitoli è stata dapprima evidenziata la necessità di modificare le regole di governo societario così da pervenire a un nuovo equilibrio; si è altresì sottolineato come detta modifica possa astrattamente spingersi in più direzioni: l'evidenza empirica ha però dimostrato – gli scandali finanziari degli ultimi tre lustri siano da monito – l'impercorribilità della via del ribilanciamento interno all'organo gestorio tramite la presenza di amministratori espressi dalla minoranza e indipendenti <sup>(584)</sup>; si è inoltre concluso che scarsamente utile quando non inopportuno appare anche il rafforzamento della posizione dei soci, che realisticamente non faranno, nemmeno se fosse loro posto in capo un vero e proprio *obbligo* di voto, dei diritti loro accordati un uso tale da ergere gli azionisti e l'organo che li riunisce a ideale interlocutore dell'organo amministrativo <sup>(585)</sup>. Resta allora da comprendere quali altre direzioni possano essere percorse per arrivare a un rinnovato, più corretto equilibrio nella *governance* societaria, che possa individuare un valido contrappeso rispetto al potere gestorio e al contempo donare centralità alla figura del socio di società quotata.

L'architettura societaria elaborata dal legislatore sin dal codice di commercio del 1882 individua nel collegio sindacale l'organo naturale atto a controllare il rispetto della legalità da parte della società tutta, e più specificamente, per quanto rileva in questa sede, la legittimità dell'attività gestoria <sup>(586)</sup>. Il collegio dei sindaci ha infatti *in nuce*, ora più che in passato, il potenziale per assolvere ai compiti demandatigli dal legislatore e bilanciare il ruolo e le prerogative dell'organo amministrativo: i suoi componenti sono dotati sulla carta delle caratteristiche di professionalità, onorabilità e indipendenza tali da poter sottoporre l'operato degli amministratori, come anche dell'assemblea, ad un'effettiva vigilanza.

---

<sup>(584)</sup> Cfr., *supra*, cap. 1.3.

<sup>(585)</sup> Cfr., *supra*, cap. 2.2.

<sup>(586)</sup> Naturalmente il riferimento nel testo va al modello tradizionale di amministrazione (c.d. modello latino); pur con le note differenze di disciplina, la medesima funzione sostanziale viene assunta, rispettivamente, nel modello monistico di amministrazione dal comitato di controllo sulla gestione, e nel modello dualistico di amministrazione dal consiglio di sorveglianza.

Il percorso intrapreso dal collegio sindacale verso la meta dell'effettività della funzione di controllo non pare tuttavia essere ancora giunto al termine: l'obiettivo delle pagine seguenti sarà quello di comprendere come, in una prospettiva *de iure condendo*, e nel quadro di una più generale e imprescindibile razionalizzazione del sistema dei controlli societari <sup>(587)</sup>, sia possibile intervenire legislativamente sull'organo di controllo interno – auspicabilmente con delle modalità che pongano altresì in risalto la figura dei soci, valorizzando i cromosomi di matrice contrattualistica dell'istituto – così da migliorarne la funzionalità e da renderlo un più credibile interlocutore (nonché certificatore, garante e censore) dell'operato dell'organo amministrativo.

Prima di formulare la proposta ragionata di riforma – doverosa nell'ambito dell'elaborazione di una *tesi* che non intenda limitarsi alla critica della disciplina vigente, ma che voglia anche avere un contenuto propositivo – e descriverne pregi e potenziali aspetti problematici, sarà però opportuno ripercorrere agilmente le tappe fondamentali, dal codice civile del 1942 ai giorni nostri <sup>(588)</sup>, dell'evoluzione della disciplina del collegio sindacale, così da poter comprendere quali siano attualmente gli ostacoli all'effettività del controllo interno, e quali quindi le aree che maggiormente necessitano di un intervento riformatore.

## 1. Il collegio sindacale dal codice civile ai giorni nostri

Il collegio sindacale di società quotate disciplinato dal codice civile del 1942 (artt. 2397 ss.) risultava sensibilmente differente rispetto all'attuale: la limitata competenza professionale richiesta ai componenti, l'eccessiva ampiezza dei doveri e il correlativo, insufficiente numero di membri preposti ad adempiervi (tre o cinque), la cumulabilità potenzialmente illimitata degli incarichi

---

<sup>(587)</sup> Il presente lavoro non si pone l'obiettivo di indicare come possa essere attuata la riorganizzazione dell'intero sistema dei controlli, condivisibilmente considerato da molti come sovrabbondante e caotico – benché autorevole dottrina sostenga l'idea di una tendenziale positività del sistema policentrico dei controlli: cfr. in tal senso MONTALENTI P. – *Il sistema dei controlli interni nelle società di capitali*, in *Le società*, 2005, p. 301, ai sensi del quale «La concorrenza dei poteri [...] stimola, o quanto meno dovrebbe stimolare un processo virtuoso, teso verso comportamenti di più intenso rigore, per non incorrere nel rischio che l'attivazione dell'organo concorrente possa essere imputata come negligenza all'altro organo parimenti competente in materia», nonché ID. – *Amministrazione, controllo, minoranze nella legge sul risparmio*, in *Riv. Soc.*, 2006, p. 980, secondo cui «di là dalle vere e proprie confusioni di ruoli, che sono da rifuggire, la contiguità o la parziale concorrenza delle competenze, soprattutto di vigilanza, configur[a] un *sistema di controllo policentrico*, il quale attraverso la “sanzione” (potenziale) della responsabilità “concorrente”, induce – o dovrebbe indurre – a paradigmi più rigorosi di adempimento delle funzioni assegnate. La responsabilità concorrente – sia essa autonoma o solidale – è a ben vedere, il risvolto patologico di un generale dovere di cooperazione interorganica che il legislatore ha, in più occasioni espressamente imposto.» – ma si sottolinea come la proposta che si va a formulare (cfr. *infra*, par. 3.4) potrà esplicare la massima efficacia in un contesto anch'esso riformato, seguendo auspicabilmente le linee-guida dell'eliminazione delle sovrapposizioni, della chiara delineazione dei caratteri (doveri, poteri e responsabilità), nonché dell'interazione di ciascun organo di controllo contemplato dall'ordinamento.

<sup>(588)</sup> Per un più approfondito *excursus* sulla genesi del collegio sindacale e sui suoi caratteri anteriormente alla disciplina del codice civile del 1942, cfr. VISENTINI G. – *L'evoluzione della legislazione sulle società per azioni e la recente riforma*, *cit.*, p. 570, in particolare p. 578 ss.

presso diverse società, la scarsa efficacia dei poteri <sup>(589)</sup>, ma soprattutto la nomina demandata *in toto* alla decisione della medesima maggioranza assembleare che andava a nominare gli amministratori, concorrevano a inibirne il pieno funzionamento e ad attirare di conseguenza sul collegio sindacale gli strali più severi, e la sollecitazione di interventi legislativi correttivi della sua disciplina <sup>(590)</sup>.

In particolare, per limitarsi ai più significativi, la c.d. miniriforma del '74, che istituiva la Consob, andava ad principiare un percorso di differenziazione delle regole relative alle società quotate che avrebbe visto negli anni successivi, con la sola, notevole eccezione della riforma organica del 2003-2004, una progressiva emancipazione della società con azioni quotate nei mercati regolamentati rispetto alla società per azioni non quotata disciplinata principalmente dal codice civile. Detto intervento legislativo, introducendo nell'ordinamento italiano il controllo contabile esterno da parte di una società di revisione <sup>(591)</sup> – che dal 1998 sarebbe poi divenuto obbligatorio ed esclusivo per le società quotate <sup>(592)</sup> – andava a sgravare, perlomeno teoricamente <sup>(593)</sup>, il collegio sindacale degli emittenti titoli quotati dal compito di vigilare sull'informazione di bilancio resa dalla società.

---

<sup>(589)</sup> DE ANGELIS L. – *Il controllo sulle società del collegio sindacale. Natura del controllo dei sindaci, caratteristiche dell'ufficio, competenze, funzioni e prospettive di riforma*, in *Le società*, 1987, p. 897, segnala come, secondo la prevalente giurisprudenza, un profilo problematico fosse rappresentato anche dalla limitatezza del controllo a un mero accertamento di legalità degli atti societari, «che impedirebbe ai sindaci [...] di entrare nel merito delle scelte gestionali valutandone l'opportunità e la convenienza economica».

<sup>(590)</sup> Le prime critiche sulla funzionalità del collegio sindacale erano state invero avanzate addirittura in sede di lavori preparatori al codice di commercio del 1882; dopo i primi anni di operatività dell'organo di controllo interno non mancavano addirittura illustri voci propense alla radicale eliminazione dello stesso: cfr. *inter alios* VIVANTE C. – *Per la riforma delle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1913, p. 151/I, il quale riteneva che «la pessima prova fatta dai sindaci per i difetti inseparabili da questa istituzione, la condannino a scomparire.».

<sup>(591)</sup> Il D.lgs. 27 gennaio 1992, n. 88 – *Attuazione della direttiva n. 84/253/CEE* [c.d. VIII Direttiva CEE] *relativa all'abilitazione delle persone incaricate del controllo di legge dei documenti contabili*, pubblicato in G.U. n. 37 del 14 febbraio 1992, supplemento ordinario n. 27, e abrogato dal D.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39, avrebbe poi istituito il registro dei revisori contabili.

<sup>(592)</sup> Il D.Lgs. 27 gennaio 2010, n. 39 – *Attuazione della direttiva 2006/43/CE sulle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati, che modifica le dir. 78/660/CEE e 83/349/CEE del Consiglio e abroga la direttiva 84/253/CEE del Consiglio*, se da un lato introduce la categoria degli *enti di interesse pubblico*, per la quale mantiene l'inderogabilità della disciplina in tema di revisione da parte di un soggetto esterno (società di revisione legale o revisore legale persona fisica), demandando alla Consob la possibilità, d'intesa con Banca d'Italia e ISVAP, di estendere la qualifica di ente di interesse pubblico anche alle società che rispetto a questo siano qualificate come controllanti, controllate o soggette a comune controllo, segna d'altro canto un complessivo riavvicinamento e irrobustimento della disciplina delle società per azioni, andando a limitare – sebbene la maggior parte delle società per azioni possa ancora scegliere di avvalersi di questa opzione – i casi in cui sia possibile affidare la revisione al collegio sindacale.

<sup>(593)</sup> Come verrà meglio chiarito *infra* nel testo, l'attribuzione (art. 149, co. 1 TUF, e successivamente nuovo art. 2403 c.c.) al collegio sindacale delle funzioni di vigilanza sull'assetto organizzativo, amministrativo e contabile va infatti a sminuire l'esternalizzazione del controllo contabile e a dilatare enormemente i compiti dei sindaci: lo sottolinea, giustamente, TANTINI G. – *L'indipendenza dei sindaci*, 2010, Padova, CEDAM, p. 11 ss.

Il Testo Unico della Finanza, entrato in vigore nel 1998, oltre ad attribuire alle predette società di revisione l'esclusiva delle funzioni di controllo contabile nelle società quotate, introduceva (art. 148) la previsione della nomina di almeno uno dei sindaci (previsione che sarebbe poi stata estesa dalla l. 262/2005 anche al consiglio di amministrazione) da parte della minoranza assembleare<sup>(594)</sup>.

---

<sup>(594)</sup> L'auspicio che «nei Collegi sindacali delle società emittenti almeno un posto [fosse] riservato alle minoranze azionarie» veniva espresso dalla Consob stessa già nella nota comunicazione n. DAC/RM/97001574 del 20 febbraio 1997 avente ad oggetto *Raccomandazioni in materia di controlli societari*, reperibile al seguente indirizzo Internet <http://www.consob.it/main/regolamentazione/normative/index.html>, che intendeva stimolare l'adozione anticipata, tramite un meccanismo di *comply or explain* («Questa Commissione raccomanda ai Consigli di Amministrazione ed ai Collegi sindacali che riterranno di non uniformarsi ai comportamenti raccomandati di dichiararlo esplicitamente nelle rispettive relazioni al bilancio d'esercizio, fornendo i motivi per i quali si è ritenuto di non adeguarsi a quanto raccomandato e, in tal caso, dando informazione degli eventuali strumenti alternativi utilizzati per il concreto adempimento dei precetti di legge.»), di alcune delle soluzioni che sarebbero poi divenute vincolanti con l'entrata in vigore del Testo Unico, prevista per l'anno successivo. La necessaria presenza nel collegio sindacale di sindaci eletti dalla minoranza era stata invero contemplata per le società privatizzande operanti nei settori dei pubblici servizi, bancario e assicurativo, da parte dell'art. 4 L. 30 luglio 1994, n. 474 – *Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, recante norme per l'accelerazione delle procedure di dismissione di partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni (c.d. Legge sulle privatizzazioni)*, pubblicata in G.U. n. 177 del 30 luglio 1994, disponibile all'indirizzo <http://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:legge:1994-07-30:474>: correttamente, MARCHETTI P. – *Riforma del collegio sindacale e ruolo dei revisori*, in *Giur. comm.*, 1995, p. 104/I, rileva che «L'esigenza cui si intende rispondere con il voto di lista per la nomina del collegio sindacale, allora, non si raccorda alla natura dell'attività svolta dalla società né alla sua pregressa appartenenza alle partecipazioni pubbliche, ma alla diffusione dell'azionariato conseguente alla presenza di limiti al possesso azionario. Ma se così è, tale esigenza dovrebbe sussistere perlomeno in relazione ad ogni società che tale caratteristica presenti, privatizzata o no che essa sia, e, mi pare, più in generale, in relazione ad ogni società "aperta", che possa assumere in fatto una struttura dell'azionariato del tipo di quella che d'imperio assicura il limite statutario di possesso.». È inoltre opportuno sottolineare come l'ultimo inciso dell'art. 2368, co. 1 c.c. nella sua formulazione originaria già prevedesse che «Per la nomina alle cariche sociali l'atto costitutivo può stabilire norme particolari.» (la norma è rimasta sostanzialmente immutata a seguito della riforma organica del 2003-04, eccettuato il riferimento allo statuto anziché all'atto costitutivo): la presenza di sindaci di minoranza era quindi già contemplabile statutariamente. In proposito, MARCHETTI P., MAGNANI P. – *Art. 148 – Composizione*, in P. Marchetti, L.A. Bianchi (a cura di) – *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 – Commentario*, Milano, Giuffrè, 1999, Tomo II, p. 1662, sottolineano che «La novità della legge sulle privatizzazioni, prima, della riforma del T.U., dopo, consiste allora nel rendere obbligatoria quella deroga al principio maggioritario che però già il codice, limitatamente alle cariche sociali, facoltizza.». Tale opzione verrà criticata, *inter alios*, da MONTALENTI P. – *Corporate governance: raccomandazioni Consob e prospettive di riforma*, cit., p. 723, secondo cui prevedere la designazione di sindaci di minoranza «significa rinunciare all'idea che l'organo di controllo possa effettivamente operare come controllore indipendente, autonomo e *super partes*. La via dell'introduzione del sindaco di minoranza può forse essere, realisticamente, un modo per riequilibrare possibili posizioni di non effettiva o insufficiente indipendenza dei sindaci dai gruppi di comando. Significa però, logicamente, accettare ed avallare istituzionalmente, l'idea che i sindaci espressione del gruppo di controllo operino nell'interesse di questo e non già nell'interesse della società, rafforzando la visione del sindaco come agente di parte, anziché (quantomeno) tentare di trasformarne il ruolo in quello di revisore effettivamente indipendente, che svolga la propria funzione di controllo nell'interesse non già di singoli soci o nuclei di soci (di maggioranza o di minoranza che siano), bensì di tutti i soci, dei creditori sociali, dell'impresa e quindi, in definitiva, del mercato.». L'Autore (*Id.*, p. 733) ritiene infatti che «il sindaco deve (o dovrebbe) essere il garante neutrale e indipendente del rispetto delle regole non già nell'interesse di gruppi di soci, bensì dei soci, della società, dei creditori e del sistema delle imprese. Prevederne la nomina di parte significa, a mio parere, accentuarne l'ambiguità da molti denunciata.». nello stesso senso cfr. PARRELLA F. – *Art. 148*, in C. Rabitti Bedogni (a cura di), *Commentario al Testo Unico della Intermediazione Finanziaria*, Milano, Giuffrè, 1998, p. 782, secondo cui, peraltro, «le nuove responsabilità dei sindaci [...] da un lato, e la nuova funzione di raccordo con la CONSOB [...] dall'altro lato, appaiono ormai presidi sufficienti, che si aggiungono allo speciale meccanismo di revoca dei sindaci e di determinazione del loro compenso, al fine di assicurare l'indipendenza degli stessi dai soci (di maggioranza o di minoranza) che li nominano.».

La riforma organica del diritto societario del 2003-2004 segnava un riavvicinamento – la c.d. *riduzione dello scalino normativo* – tra disciplina di diritto comune e legislazione speciale andando a estendere anche alle società non quotate alcune delle soluzioni adottate dal TUF, tra cui l'attribuzione del controllo contabile a un revisore contabile o a una società di revisione <sup>(595)</sup>, e al contempo a coordinare il TUF con le nuove regole introdotte per le società per azioni in generale, nonché a meglio definire i requisiti di professionalità (art. 2397 c.c.) e indipendenza (art. 2399 c.c.) dei sindaci.

Numerosi apparivano dunque i progressi compiuti dal legislatore al fine di sgravare il collegio sindacale da alcune delle tare che lo segnavano dalla nascita; ciononostante, l'eclatante ondata di insolvenze di macroscopiche dimensioni che ha investito il nostro Paese negli anni successivi, e che ha avuto il proprio acme nei casi Cirio e Parmalat <sup>(596)</sup>, ha reso palese come la legislazione allora in vigore non fosse idonea a prevenire l'occorrere di episodi di tale natura <sup>(597)</sup>, caratterizzati dal denominatore comune di un organo di controllo rimasto nelle migliori delle ipotesi sostanzialmente inerte <sup>(598)</sup>.

La reazione del legislatore italiano a tali scandali si concretava principalmente nella c.d. legge sulla Tutela del Risparmio del 2005, la quale andava a riformare parzialmente i requisiti soggettivi richiesti per la nomina dei sindaci e le regole sulla composizione dell'organo, oltre a

---

<sup>(595)</sup> La rilevanza pratica della norma viene però notevolmente ridimensionata dalla possibilità di attribuire statutariamente la competenza contabile del collegio sindacale nelle società (la maggior parte) che non sono tenute alla redazione del bilancio consolidato.

<sup>(596)</sup> Il quasi contemporaneo occorrere di analoghe vicende in altri mercati considerati all'avanguardia, quali quelli statunitense e britannico, ha fatto emergere nella sua drammaticità la dimensione globale del problema dell'inefficacia del sistema dei controlli e dell'inadeguatezza delle regole positive che allora li disciplinavano. Un esempio numerico illuminante è rappresentato da Enron, società di diritto statunitense organizzata secondo un modello c.d. monistico, nel cui *board* sedevano ben undici membri indipendenti sui tredici totali: la larga preponderanza dei *Non Executive Directors* (NEDs), cui nel modello angloamericano è demandata la funzione di controllo sull'amministrazione, non impedì la commissione da parte dei suoi dirigenti di numerosi gravi reati, che andavano dall'aggiotaggio alla bancarotta fraudolenta. Sottolinea peraltro PALMITER A.R. – *Dark Matter in US Corporation (Corporate Governance in the United States)*, cit., p. 6, che il *board* di Enron in carica quando vennero assunte le iterate decisioni che cagionarono il *crac* finanziario ottemperava a tutti i requisiti che sarebbero stati successivamente imposti dallo Sarbanes-Oxley Act, dal che è desumibile, in una prospettiva prognostica, la scarsa capacità di quest'ultimo intervento legislativo di incidere proficuamente sull'inefficacia del controllo interno all'organo amministrativo.

<sup>(597)</sup> Naturalmente si fa riferimento ai soli casi patologici caratterizzati dalla violazione delle regole di corretta amministrazione, mentre non rilevano gli episodi fisiologici di *performances* societarie affette da scelte manageriali rivelatesi sbagliate e controproducenti, benché correttamente assunte: queste ultime, in quanto rientranti nella discrezionalità degli amministratori, sono infatti acclaratamente insindacabili da parte dell'organo di controllo, come anche in sede giudiziaria (c.d. *business judgement rule*).

<sup>(598)</sup> Relativamente all'inerzia del collegio sindacale nei casi Cirio e Parmalat, cfr. CONSOB – *Relazione per l'anno 2002*, 31 marzo 2003, disponibile all'indirizzo [http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/relazione\\_annuale/storico\\_relazioni.html](http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/relazione_annuale/storico_relazioni.html), pp. 32 e 38.

rafforzarne i poteri; in particolare meritano di essere segnalati: la modifica del procedimento di designazione di una porzione del collegio da parte della minoranza, di cui all'art. 148, co. 2 TUF, che, attribuendo alla Consob – e non più allo statuto – la potestà regolamentare sulle modalità di elezione, andava a rafforzare l'effettività del diritto in questione <sup>(599)</sup>; l'introduzione nel medesimo articolo di un co. 2-*bis*, il quale dispone che il presidente del collegio sia nominato tra i sindaci eletti dalla minoranza; la previsione di precisi limiti al cumulo degli incarichi (art. 148-*bis* TUF) per i componenti degli organi di controllo <sup>(600)</sup>; il rafforzamento dei poteri del collegio sindacale, specie contemplando (art. 2393, co. 3 c.c.) la possibilità di esperire l'azione sociale di responsabilità, con deliberazione assunta a maggioranza dei due terzi.

Fermo restando che sarà solo la prova dei fatti a decretare con certezza l'efficacia degli ultimi interventi legislativi <sup>(601)</sup>, sulla cui bontà è ora possibile esprimersi su base meramente prognostica, è doveroso tentare di capire le ragioni dell'inefficacia del controllo interno, così da stabilire se possa o meno essere riposta fiducia nell'attuale quadro legislativo e nella sua idoneità a offrire una tutela preventiva, ovvero a eradicare condotte gestorie illecite, o perlomeno a fungere da deterrente contro la pericolosa tendenza alla passività da parte dell'organo di controllo.

## 2. L'inerzia del collegio: mancanza di strumenti...

In generale, prescindendo dal dato di cronaca relativo agli specifici scandali menzionati, due sono le possibili spiegazioni dell'inerzia del collegio sindacale : il permanere di fisiologici limiti

---

<sup>(599)</sup> L'art. 3, co. 14 D.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303 – *Coordinamento con la legge 28 dicembre 2005, n. 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.)*, pubblicato in G.U. n. 7 del 10 gennaio 2007, S.O. n. 5, disponibile all'indirizzo <http://www.camera.it/parlam/leggi/deleghe/06303dl.htm> (il c.d. decreto correttivo della Legge sulla tutela del risparmio) avrebbe poi meglio specificato i meccanismi di elezione al fine di evitare *escamotages*, prevedendo il voto di lista e stabilendo che non sarebbe stata considerata lista di minoranza quella stilata da soci che avessero presentato un collegamento anche solo indiretto con la maggioranza. L'art. 3 D.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 avrebbe specificato inoltre che anche alla composizione del collegio sindacale si applica il neointrodotta art. 147-*ter*, co. 1-*bis*, che disciplina la presentazione delle liste nelle elezioni del consiglio di amministrazione.

<sup>(600)</sup> Alla modifica legislativa faceva seguito l'aggiornamento del Regolamento Emittenti (Reg. n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche) ad opera della Consob, con delibera n. 15915 del 3 maggio 2007, che inseriva nel Titolo V-*bis* il Capo II (artt. 144-*duodecies* - 144-*quinquiesdecies*) e pubblicava il modello di calcolo di cui all'allegato 5-*bis*– *Calcolo del limite al cumulo degli incarichi* allo stesso Regolamento emittenti: è possibile ottenere copia di entrambi i documenti al seguente indirizzo Internet: <http://www.consob.it/main/regolamentazione/tuf/tuf.html?queryid=main.regolamentazione.tuf&resultmethod=tuf&search=1&symblink=/main/regolamentazione/tuf/index.html>.

<sup>(601)</sup> In altri più pragmatici e desolanti termini, tale legge verrà ritenuta un idoneo deterrente, perlomeno fino all'occorrere di nuovi episodi di malaffare: più in generale, va rilevato come troppo spesso le riforme societarie degli ultimi decenni siano state sollecitate, perlomeno relativamente a questo specifico tema, dallo scoppio di scandali finanziari, e abbiano conseguentemente rappresentato la reazione degli ordinamenti finalizzata ad adeguare le leggi in vigore, così da prevenire ulteriori fallimenti del mercato.

strutturali e la (più o meno consapevole) mancanza di reale indipendenza rispetto al centro di potere che l'ha nominato. Risulta indimostrato che la caratteristica acquiescenza dell'organo di controllo sia dovuta alla carenza di poteri e strumenti idonei a perseguire il proprio compito di vigilanza, piuttosto che all'effettiva volontà – quando non alla dolosa intenzione – di mostrare un atteggiamento “collaborativo” rispetto al gruppo dirigente, o piuttosto ancora dal concorso di entrambi i fattori: è opportuno perciò esaminare separatamente le due fattispecie per verificarne la plausibilità.

Relativamente al primo problema, ovvero quello dell'inidoneità dell'organo a perseguire i compiti demandatigli a causa della mancanza di debiti strumenti e prerogative, l'impressione è che negli ultimi anni siano stati compiuti numerosi passi (eliminazione del tetto massimo di componenti; introduzione di limiti al cumulo degli incarichi; devoluzione del controllo contabile ad apposite società di revisione <sup>(602)</sup>; individuazione di requisiti di professionalità; esperibilità dell'azione sociale di responsabilità) tesi a consentire al collegio sindacale di svolgere le proprie funzioni, ma che tuttora permangano alcuni significativi fattori di inefficienza.

In primo luogo, la previsione del generale dovere di vigilanza sull'adeguatezza degli assetti, di cui all'art. 149, co. 1, lett. c) TUF – ma il medesimo ragionamento può valere anche per i doveri di vigilanza di cui alle lett. *c-bis*) e d) – benché indubbiamente opportuna <sup>(603)</sup>, si profila come particolarmente onerosa per i sindaci, in quanto sostanzialmente omnicomprensiva <sup>(604)</sup>: appare dunque problematico farvi fronte, col rischio che venga privilegiata la quantità a scapito della qualità, ovvero che la vigilanza, estendendosi praticamente ad ogni ambito (anche a quello amministrativo-contabile) non possa che essere condotta in maniera estremamente superficiale, peraltro esponendo i sindaci al rischio di incorrere in una responsabilità quasi oggettiva <sup>(605)</sup>,

---

<sup>(602)</sup> Come si argomenterà subito nel testo, l'attribuzione al collegio sindacale della vigilanza sull'adeguatezza degli assetti contabili va a sminuire la portata deflattiva di detta devoluzione.

<sup>(603)</sup> «[...] è ragionevole ritenere che molti illeciti o irregolarità amministrative possano essere visti (almeno sul piano di un nesso di concausalità) come frutto di un assetto amministrativo e/o contabile inadeguato»: così TANTINI G. – *L'indipendenza dei sindaci*, cit., p. 13.

<sup>(604)</sup> La considerazione risulta a maggior ragione confermata alla luce della previsione di cui all'art. 19, D.lgs. 39/2010, secondo la quale il collegio sindacale, pur venendo esentato dalla revisione legale dei conti, vigila comunque, in funzione di comitato per il controllo interno e la revisione contabile, (co. 1, lett. a) ) sul processo di informativa finanziaria e (co. 1, lett. c) e d) ) sulla revisione legale dei conti, nonché sull'indipendenza del revisore legale o della società di revisione legale; tale comitato è inoltre destinatario della relazione del revisore di cui al co. 3.

<sup>(605)</sup> Era questo il problema ingenerato, relativamente agli amministratori privi di incarichi esecutivi, dalla lettera del vecchio testo dell'art. 2392, co. 2 c.c., che contemplava – oltre all'ipotesi tuttora prevista di responsabilità per non aver impedito il compimento o attenuato le conseguenze dannose di atti pregiudizievoli di cui erano a conoscenza – «in ogni caso» la responsabilità solidale degli amministratori tutti, in caso di mancata vigilanza «sul generale andamento della gestione». Per un'ampia disamina della problematica si rinvia a IRRERA M. – *Assetti organizzativi adeguati e governo*

spettando loro la prova che l'eventuale danno verificatosi sia occorso nonostante la previsione di assetti adeguati <sup>(606)</sup>.

Quanto al numero massimo di incarichi ricopribili dal medesimo soggetto, previsto dall'art. 148-*bis* TUF e concretamente determinato dall'allegato 5-*bis* al Reg. emittenti <sup>(607)</sup>, la *ratio* della previsione è astrattamente condivisibile, ma è legittimo domandarsi se non sia opportuno – perlomeno nella grande società quotata, e alla luce delle considerazioni appena esposte in tema di doveri di vigilanza – anziché affidarsi, per l'ulteriore riduzione del numero di incarichi ricoperto, all'eventuale *self-restraint* dei sindaci stessi, come propugna invece il Codice di Autodisciplina <sup>(608)</sup>, vietare loro radicalmente di ricoprire alcun ruolo dirigenziale o di controllo in altre società. Il quesito è senza dubbio delicato, perché implica il contemperamento di diverse istanze: sindaci “monosocietari” potrebbero dedicare più tempo ai propri doveri di controllo; d'altro canto è stato sostenuto che i componenti di un organo di controllo che ricoprono più incarichi omologhi in altre compagnie azionarie siano dotati di un maggior tasso di esperienza <sup>(609)</sup>; è infine lecito chiedersi se nell'odierno “mercato dei componenti dell'organo di controllo interno” l'offerta sia quantitativamente sufficiente rispetto alla domanda: se la funzione di sindaco potesse essere esercitata esclusivamente per un solo emittente quotato sarebbe allora necessario, per fare fronte alle esigenze di ciascuna società, ricorrere a un numero complessivamente maggiore di soggetti. Pur in assenza di dati statistici pare potersi affermare che il problema – che, verosimilmente a cagione del minor livello di scolarità dell'epoca, aveva la propria ragion d'essere nel vigore del codice di

---

*delle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2005; sul superamento della meccanica configurazione della solidarietà tra gli amministratori cfr. anche FERRI G., JR. – *Ripartizione delle funzioni gestorie e nuova disciplina della responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, in G. Scognamiglio (a cura di), *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, cit., p. 39.

<sup>(606)</sup> Sulla trasformazione del collegio sindacale, da “mero” organo di controllo in senso stretto a organo di «alta vigilanza», posto al vertice del sistema dei controlli interni, cui compete una verifica di secondo grado relativamente all'attendibilità dei controlli affidati ad altri soggetti, quali i dirigenti preposti e gli amministratori indipendenti, cfr. OLIVIERI G. – *Prime osservazioni sui controlli “interni” nelle società quotate dopo la legge sulla tutela del risparmio*, in R. Alessi, N. Abriani, U. Morera (a cura di), *Il collegio sindacale – Le nuove regole*, Milano, Giuffrè, 2007, p. 306.

<sup>(607)</sup> Si tratta del già citato Reg. Consob n. 11971 di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernente la disciplina degli emittenti – All. 5-*bis* – *Calcolo del limite al cumulo degli incarichi*: cfr., *supra*, n. 600.

<sup>(608)</sup> Il c.d. Codice Preda, al Criterio applicativo 10.C.3 dispone infatti che «I sindaci accettano la carica quando ritengono di poter dedicare allo svolgimento diligente dei loro compiti il tempo necessario.»

<sup>(609)</sup> LENER R. – *Gli amministratori indipendenti*, cit., p. 132 ammette che l'esperienza statunitense in tema di *independent directors* evidenzia «una possibile difficoltà nel conciliare ‘indipendenza’ e ‘professionalità’, nel senso che l'amministratore davvero privo di legami significativi con la società e, più in generale, con l'ambiente manageriale, non sempre è in grado di assicurare una costante dedizione alle mansioni affidategli, sia per ragioni di carattere *lato sensu* ‘culturale’, sia per la sua estraneità rispetto alla gestione corrente alla società.».

commercio del 1882 <sup>(610)</sup> – sia invero oggi giorno anacronistico, e che non si porrebbero insormontabili difficoltà nell'ampliare il numero complessivo di soggetti cui demandare il controllo interno.

Un altro fattore di inefficienza sembra essere rappresentato – fatto salvo il potere di usufruire, per l'espletamento delle proprie funzioni, dei dipendenti della società (art. 151, co. 2 TUF) – dalla disposizione che prevede la possibilità per i sindaci, al fine di valutare l'adeguatezza e l'affidabilità del sistema amministrativo-contabile, di avvalersi sotto la propria responsabilità e a proprie spese di propri dipendenti e ausiliari (art. 151, co. 3 TUF) <sup>(611)</sup>: la norma, non contemplando alcun obbligo di rimborso di tali spese da parte della società <sup>(612)</sup>, pare disincentivare il ricorso a collaboratori, che consentirebbe indubbiamente di incrementare la qualità del vaglio dell'affidabilità del sistema amministrativo-contabile <sup>(613)</sup>. Nella più realistica delle ipotesi, i sindaci non si varranno di dipendenti e ausiliari, o limiteranno l'utilizzo di tale ausilio esclusivamente alle circostanze più problematiche, in cui tali valutazioni approfondite siano strettamente necessarie ad evitare di esporli

---

<sup>(610)</sup> Durante i lavori preparatori al codice di commercio era stata infatti segnalata la carenza di soggetti qualificati per svolgere il compito di sindaci.

<sup>(611)</sup> *Contra*, cfr. SALAFIA V. – *Il collegio sindacale nelle società quotate*, in *Le società*, 1998, p. 261, rileva che «La legge ha respinto la richiesta fatta dalla rappresentanza della categoria degli esperti contabili di porre la suddette spese a carico della società ed io penso che questa scelta sia equilibrata, soprattutto perché l'attività dei sindaci è stata già agevolata consentendo loro di avvalersi del personale della società, la cui collaborazione appare del tutto sufficiente, e poi anche perché è ben difficile risolvere il problema relativo all'onere delle suddette spese in modo soddisfacente per tutti. Infatti, porre tutte le spese a carico della società aprirebbe la via ad abusi, che sarebbe difficile reprimere, e stabilirne una quota massima, sia pure a scelta dei soci, sarebbe misura poco pratica. Si tenga conto nel valutare la norma in esame anche del fatto che l'impiego dei dipendenti dei sindaci e degli ausiliari è limitato solo alla valutazione dell'adeguatezza e dell'affidabilità del sistema amministrativo-contabile, valutazione che non richiede molto tempo e viene compiuta all'inizio del mandato sindacale.».

<sup>(612)</sup> In una prospettiva *de iure condendo*, qualora ammessa, tale forma di rimborso andrebbe naturalmente calibrata in modo da evitare un eccessivo lievitamento delle spese, ad esempio prevedendo l'ammissibilità al rimborso delle sole spese certificate ritenute necessarie e giustificate da un rilevante interesse della società. Non si nasconde che la soluzione indicata presenterebbe però notevoli problemi applicativi in ordine alla determinazione di quali spese possano considerarsi necessarie, fermo restando che la valutazione della necessità del controllo sembra dover essere demandata al collegio sindacale stesso, in composizione collegiale. Va d'altro canto segnalato come la disciplina attuale, nel silenzio del legislatore, presti comunque il fianco a dubbi interpretativi relativamente all'eventualità (e alle conseguenti modalità) della ripartizione in seno al collegio delle spese sostenute da un sindaco, e all'ipotesi – nel caso in cui dovesse essere ritenuto ammissibile il rimborso *pro quota* – di incapienza da parte di uno o più sindaci.

<sup>(613)</sup> Dello stesso avviso sono ALESSI R. – *Il rapporto dialettico tra collegio sindacale e soci*, in R. Alessi, N. Abriani, U. Morera (a cura di), *Il collegio sindacale – Le nuove regole*, cit., p. 23, sub n. 22; QUAGLIOTTI L. – *La nomina dei sindaci: equilibrio strutturale e indipendenza sostanziale*, in R. Alessi, N. Abriani, U. Morera (a cura di), *Il collegio sindacale – Le nuove regole*, cit., p. 52. Cfr. anche MARCHETTI P. – *Riforma del collegio sindacale e ruolo dei revisori*, in *Giur. comm.*, 1995, p. 107/I, secondo cui «del tutto inefficace, appare al riguardo, tenuto conto del livello dei compensi e del diritto della società di rifiutare agli ausiliari l'accesso a informazioni riservate, la previsione del nuovo art. 2403-bis, che consente ai sindaci, e solo per specifiche operazioni di controllo contabile, di valersi 'sotto la propria responsabilità e a proprie spese' di dipendenti e ausiliari.».

a responsabilità per *culpa in vigilando* <sup>(614)</sup>, così da poter dimostrare di essersi adoperati con ogni mezzo a disposizione per adempiere ai propri compiti.

Senza dubbio è opportuno inoltre dettare una compiuta disciplina della figura del presidente del collegio sindacale: l'attuale previsione di cui all'art. 148, co. 2-*bis*, introdotto dalla legge sulla Tutela del Risparmio, si limita a disporre che l'incarico è attribuito a uno dei sindaci eletti dalla minoranza, a seguito di nomina assembleare (a cui pare possano concorrere tutti gli azionisti e non solo la minoranza <sup>(615)</sup>), ma nulla viene previsto relativamente ai suoi doveri, poteri e responsabilità: nel silenzio del legislatore non è affatto pacifico infatti che si debba, per analogia, estendere a questa figura la disciplina prevista per il presidente del consiglio di amministrazione, né che possano ad essa applicarsi regole elaborate dalla prassi quale quella del c.d. *casting vote* del presidente in caso di parità di voti nell'assunzione delle delibere del collegio <sup>(616)</sup>. Al di fuori di una

---

<sup>(614)</sup> La valutazione della necessità o meno di fare ricorso ai propri dipendenti e ausiliari, e più in generale del grado di approfondimento delle verifiche dovrà naturalmente essere effettuata discrezionalmente, caso per caso.

<sup>(615)</sup> Tale nomina non sarà invero necessaria in tutti i casi – invero i più frequenti – in cui sia contemplata la presenza di un solo sindaco espresso dalla minoranza.

<sup>(616)</sup> L'introduzione del co. 2-*bis* TUF, ad opera della medesima legge che è andata a riformare la disciplina dell'elezione di un membro effettivo del collegio sindacale da parte della minoranza, porta esclusivamente a ritenere che il legislatore, evocando la presidenza dell'organo una maggiore autorevolezza rispetto agli altri componenti, abbia inteso tributare omaggio alla minoranza assembleare, valorizzandone il ruolo in sede di nomina del collegio sindacale (in questo senso la norma sembra avere una natura prettamente politico-programmatica), ma nell'assenza di ulteriori indicazioni legislative sarebbe scorretto dare per scontata l'automatica applicabilità della norma che disciplina la figura del presidente del c.d.a., che peraltro costituisce espressione (diretta o indiretta: cfr. l'art. 2380-*bis* c.c., co. 4) della maggioranza assembleare. *Contra*, la principale dottrina pare sminuire la problematica segnalata: cfr. DOMENICHINI G. – *Il collegio sindacale nelle società per azioni*, in P. Rescigno (diretto da), *Trattato di diritto privato*, vol. 16, tomo II, Torino, UTET, 1985, p. 545; CAVALLI G. – *I sindaci*, in G.E. Colombo, G.B. Portale (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. 5, Torino, UTET, 1988, p. 82 afferma che, «come sovente accade negli organismi strutturati collegialmente, si può convenire sul fatto che i compiti attribuiti al presidente si sostanzino, in prevalenza, in attività interne di organizzazione e di coordinamento.»; nello stesso senso, cfr. anche DI SABATO F. – 2398. *Presidenza del collegio*, in P. Cendon (diretto da), *Commentario al codice civile*, vol. V, Torino, UTET, 1991, p. 1123, secondo cui «Nel silenzio della legge, si deve ritenere che il presidente abbia i poteri ordinatori e organizzatori necessari per il funzionamento del collegio, nonché il compito di coordinamento con gli altri organi sociali; egli non è investito di alcuna delega dei poteri spettanti al collegio, ma è solo abilitato ad esternarne le deliberazioni e a compiere formalmente gli atti che ad esso competono.»; anche secondo TEDESCHI G.U. – *Il collegio sindacale*, Milano, Giuffrè, 1992, p. 24, «la funzione di presiedere un ufficio collegiale indica qual è la tipica funzione del presidente, e cioè dirigere le riunioni del consiglio, convocare il consiglio, controllare che il segretario rediga i verbali delle adunanze e delle deliberazioni sull'apposito libro, sottoscrivendo ogni verbale.»; inoltre (*Id.*, p. 25) «si deve ritenere consentita la rappresentanza del collegio sindacale da parte del suo presidente» e «il collegio sindacale, cui spett[ino] temporaneamente i poteri di ordinaria amministrazione, può delegare al suo presidente la rappresentanza sociale; ma, eccettuata forse l'ipotesi [...] dell'ultimo comma dell'art. 2386, va ribadita l'impossibilità di attribuire al presidente il potere di decidere o compiere determinati atti diversi dalla comunicazione della volontà del collegio.» ed è quindi inammissibile (*Id.*, pp. 24 e 26) una delega permanente e generale di funzioni del collegio al suo presidente. Sempre contrariamente alla posizione espressa nel testo, cfr. MONTALENTI P. – *Amministrazione, controllo, minoranze nella legge sul risparmio*, in Riv. Soc., 2006, p. 988, che dalla previsione dell'elaborazione del meccanismo di elezione da parte della Consob, nonché dall'assegnazione della presidenza dell'organo alla minoranza deduce che «la presenza del controllore eletto dalla minoranza nel collegio sindacale è rafforzata»; cfr. anche MORERA U. – *Il presidente del collegio sindacale*, in R. Alessi, N. Abriani, U. Morera (a cura di), *Il collegio sindacale – Le nuove regole*, cit., p. 121, secondo cui «È comunque certo che l'ordinamento – a differenza di quanto è avvenuto per l'organo amministrativo – ha costantemente considerato il presidente del collegio sindacale in una posizione differenziata e preminente rispetto agli altri componenti»: dalla

prospettiva *de iure condendo* pare allora quantomeno appropriato che la lacuna venga colmata a livello statutario, nonostante quest'ultima strada rappresenti certamente un *second best* rispetto all'adozione di regole imperative chiare, che ridurrebbero sì l'autonomia dei soci, ma determinerebbero altresì una riduzione dei costi transattivi legati all'elaborazione di specifiche regole o alla soluzione di eventuali controversie sul punto.

Al di là dei rilievi ora segnalati, l'impressione è che, pur scontando i limiti propri del modello c.d. latino di amministrazione<sup>(617)</sup>, il novero di strumenti ora a disposizione del collegio sindacale (poteri d'ispezione, controllo, scambio e richiesta d'informazioni; poteri di convocazione dell'assemblea o dell'organo amministrativo; poteri sostitutivi di iniziativa in caso di inerzia dell'assemblea o dell'organo gestorio; possibilità di raccogliere le denunce dei soci; esercizio dell'azione di responsabilità; denuncia al tribunale *ex art.* 2409 c.c. e comunicazione delle irregolarità riscontrate alla Consob *ex art.* 149 TUF) sia adeguato ai compiti ad esso demandati<sup>(618)</sup>, e che l'inefficienza dell'organo di controllo riscontrata non sia ascrivibile alla mancanza di mezzi per esercitare i propri compiti, bensì piuttosto agli annosi problemi di effettiva indipendenza dello stesso<sup>(619)</sup>: naturalmente non si intende sostenere che qualora mai dovesse essere individuata una

---

«piena consapevolezza» asseritamente attribuita al legislatore quanto al ruolo del presidente, l'Autore desume che questi abbia un ruolo sostanzialmente identico a quello esercitato dal presidente del consiglio di amministrazione, con il solo limite della «inconfigurabilità di una delega stabile al presidente per l'esercizio (individuale) di poteri di cui risulta essere titolare esclusivamente l'organo collegiale», con la possibile eccezione della delega al presidente delle prerogative amministrative nel caso di cessazione di tutti gli amministratori (*Id.*, p. 122). A proposito della regola statutaria che prevede il *casting vote* del presidente, DOMENICHINI G. – *Il collegio sindacale nelle società per azioni*, in P. Rescigno (diretto da), *Trattato di diritto privato*, vol. 16, tomo II, Torino, UTET, 1985, p. 546, *sub n.* 39, ne esclude l'ammissibilità, sulla base della considerazione che ai sensi dell'art. 2404, co. 4 c.c. le delibere vanno assunte a maggioranza dei presenti.

<sup>(617)</sup> In questa sede non è possibile approfondire debitamente il tema, ma ci si limita a segnalare che il modello latino è caratterizzato rispetto ai concorrenti modelli dualistico e soprattutto monistico, da una fisiologica “distanza” tra collegio sindacale e consiglio di amministrazione, che permette a quest'ultimo di “selezionare” (nell'accezione neutra del termine) con maggior libertà l'informazione da far pervenire all'organo di controllo, ma così facendo rende altresì più agevoli eventuali condotte illegittime degli amministratori.

<sup>(618)</sup> Nello stesso senso, cfr. OLIVIERI G. – *Prime osservazioni sui controlli “interni” nelle società quotate dopo la legge sulla tutela del risparmio*, in R. Alessi, N. Abriani, U. Morera (a cura di), *Il collegio sindacale – Le nuove regole*, cit., p. 307: «Certo è, in ogni caso, che con la entrata in vigore della legge sulla tutela del risparmio il Collegio sindacale, nella sua veste di organo di alta vigilanza sulla gestione delle società quotate, dispone ormai di tutti gli strumenti d'indagine e dei poteri di dissuasione necessari [...] per assolvere in maniera efficiente ed efficace i suoi compiti.»

<sup>(619)</sup> Conforme: QUAGLIOTTI L. – *La nomina dei sindaci: equilibrio strutturale e indipendenza sostanziale*, cit., p. 40, secondo cui i due fattori principali dell'inefficienza del collegio sindacale sono individuabili nello “squilibrio strutturale” consistente nell'eccesso ed eterogeneità delle attribuzioni, come anche nell'inadeguatezza delle disposizioni sulla qualificazione tecnico-professionale degli eleggibili alla carica, e nel *deficit* d'indipendenza; l'Autore sottolinea però oltre (*Id.*, p. 42) che «il collegio utilizza assai raramente i poteri di cui dispone e ciò sembra logicamente da ascrivere più al *deficit* d'indipendenza che ad un insufficiente apparato di strumenti di reazione.». Cfr. in proposito CONSOB – *Relazione per l'anno 1999*, 31 marzo 2000, disponibile all'indirizzo [http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/relazione\\_annuale/storico\\_relazioni.html](http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/relazione_annuale/storico_relazioni.html), p. 60, ove viene denunciata l'inerzia dell'organo di controllo in presenza di presunte irregolarità poste in essere dagli amministratori. Sporadici sono

soluzione credibile in tema di indipendenza dell'organo di controllo verrebbero meno in radice tutte le occasioni perché si verificano episodi di malgoverno, ma probabilmente il migliore deterrente – come si vedrà a breve – è costituito dall'assicurare non tanto l'ulteriore rafforzamento dei poteri del collegio, quanto la presenza di un organo di controllo reattivo e non prono al volere del gruppo di comando.

Un'ulteriore, indiretta conferma del fatto che, perlomeno agli occhi del legislatore, il collegio sindacale non patisca tanto (o non solo) la mancanza di idonei strumenti operativi, quanto un *deficit* di indipendenza può essere desunta dalla pleora di interventi susseguitisi in tema di nomina dei sindaci: in particolare, spicca l'introduzione e la continua rielaborazione delle regole sulla nomina di componenti del collegio da parte della minoranza, su cui ci si soffermerà nell'apposita sede <sup>(620)</sup>.

Risulta invece difficilmente sostenibile, specialmente successivamente all'entrata in vigore del Testo Unico della Finanza, che l'organo di controllo patisca la carenza degli strumenti per monitorare l'attività gestoria: dev'essere infatti il collegio sindacale stesso (art. 149, co. 1, lett. c) TUF) a verificare l'adeguatezza della struttura organizzativa della società per quanto concerne gli assetti del controllo interno e amministrativo-contabili, e quindi a pianificare la frequenza delle proprie riunioni, accertare l'operato del *management*, richiedere notizie agli amministratori e scambiare informazioni con i corrispondenti organi delle società del gruppo (art. 151, ccoo. 1-2 TUF), ma anche a indicare eventualmente all'assemblea l'inadeguatezza – dal punto di vista numerico come delle competenze <sup>(621)</sup> – a svolgere le proprie funzioni da parte dell'organico effettivo in seno al collegio stesso, e quindi sollecitare la modifica delle previsioni statutarie sul numero dei componenti dell'organo, nonché la nomina di ulteriori membri dotati di particolari qualifiche. A quest'ultimo proposito, è necessario comprendere piuttosto se l'eterogeneità delle competenze all'interno dell'organo, quantomai opportuna in ragione delle prerogative ad esso

---

gli interventi dei sindaci segnalati da CONSOB – *Relazione per l'anno 2001*, 31 marzo 2002 (pp. 14 e 92), mentre per la prima volta CONSOB – *Relazione per l'anno 2002*, 31 marzo 2003, p. 162, menziona la proposta irrogazione di sanzioni nei confronti dei sindaci di un emittente quotato che non avevano tempestivamente comunicato alla Commissione alcune irregolarità riscontrate nell'attività di vigilanza (ulteriori, isolati episodi di richieste sanzioni per omessa vigilanza vengono segnalati poi da CONSOB – *Relazione per l'anno 2010*, 31 marzo 2011 (pp. 171 e 260).

<sup>(620)</sup> Cfr., *infra*, par. 3.3.2.

<sup>(621)</sup> Si pensi all'ipotesi, tutt'altro che improbabile, di un collegio sindacale composto di soli soggetti iscritti nel registro dei revisori contabili, i quali, ritenendo insufficiente l'"esternalizzazione" di determinati compiti (di cui mantengono peraltro la responsabilità) a propri dipendenti e ausiliari o a dipendenti della società, avvertano la necessità di essere stabilmente coadiuvati, all'interno del collegio, da esperti nelle materie giuridiche, così da rendere la composizione dell'organo maggiormente variegata.

demandate, debba rimanere un'opzione oggetto di mera raccomandazione <sup>(622)</sup>, o non debba piuttosto essere disciplinata da una norma imperativa <sup>(623)</sup>: in altri termini, è ragionevole domandarsi se l'adeguatezza degli assetti debba essere demandata esclusivamente allo statuto e al giudizio in proposito formulato da parte del collegio sindacale, o se invece non sia preferibile che in ogni emittente quotata sia assicurata una composizione del collegio che contempili la presenza sia di esperti in materie economiche che di specialisti in ambito giuridico, di cui siano chiaramente esplicitati i relativi doveri e responsabilità <sup>(624)</sup>.

### 3. (segue) ...o d'indipendenza?

Il profilo su cui si sono principalmente concentrate le attenzioni della dottrina è quello dell'indipendenza dei sindaci: solo un organo di controllo realmente indipendente potrà infatti assicurare il rispetto della legalità e costituire un effettivo deterrente per scoraggiare pratiche di *mala gestio* da parte degli altri organi, *in primis* quello amministrativo, non essendo (e non essendosi dimostrati) per contro sufficienti per il corretto funzionamento del collegio sindacale la pur necessaria previsione legislativa di un complesso strumentario tecnico cui il collegio può far ricorso per accertare e reagire in maniera consona alle eventuali violazioni riscontrate, come altrettanto le comunque indispensabili competenze professionali dei suoi componenti.

---

<sup>(622)</sup> Degno di rilievo in proposito è il contenuto dell'art. 11.1 di COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Raccomandazione della Commissione del 15 febbraio 2005 sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio d'amministrazione o di sorveglianza*, Bruxelles, 15 febbraio 2005, ref. 2005/162/CE, pubblicata in GUUE n. L 52 del 25 febbraio 2005, p. 51, disponibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2005:052:0051:0063:it:PDF>, secondo cui «Al fine di assicurare un corretto equilibrio con riguardo alle qualifiche dei suoi membri, il consiglio d'amministrazione o di sorveglianza dovrebbe stabilire la composizione che esso desidera avere, in considerazione della struttura e delle attività della società, e sottoporla periodicamente a valutazione. Il consiglio d'amministrazione o di sorveglianza dovrebbe garantire che i suoi membri abbiano conoscenze, esperienze e opinioni, nel complesso, sufficientemente diversificate da consentire loro il corretto esercizio dei compiti loro affidati.»

<sup>(623)</sup> QUAGLIOTTI L. – *La nomina dei sindaci: equilibrio strutturale e indipendenza sostanziale*, cit., p. 65, parla di una «coloritura monotematica della preparazione professionale dei sindaci» e si rammarica (ID., p. 58) per l'assenza di un obbligo di differenziazione delle competenze, in conformità alle eterogenee attribuzioni dell'organo; sulla necessità che i sindaci siano ora dotati anche di competenza di tipo aziendale e manageriale, cfr. anche TANTINI G. – *L'indipendenza dei sindaci*, 2010, cit., n. 30 p. 13.

<sup>(624)</sup> In ragione della natura collegiale dell'organo e del dovere di diligenza professionale di ciascun sindaco, nonché in analogia con il rapporto tra amministratori delegati e organo delegante, la responsabilità dei singoli componenti dovrà essere concretamente commisurata alle specifiche competenze, prevedendo però un dovere di generale vigilanza in capo ai sindaci non esperti di una determinata materia, i quali evidentemente avranno un peso specifico (non formalmente, ma sostanzialmente) inferiore nell'adozione di delibere su argomenti ad essi alieni.

Benché la nozione di indipendenza sia perlomeno apparentemente intuitiva connotandosi in negativo <sup>(625)</sup> come l'assenza di condizionamenti ed ingerenze (Devoto-Oli <sup>(626)</sup>) o di vincoli sia giuridici che morali (Zingarelli <sup>(627)</sup>), preme innanzitutto sottolineare come il legislatore non ne dia alcuna compiuta enunciazione generale <sup>(628)</sup>, e anziché avventurarsi nella definizione dei contorni del concetto abbia assai più pragmaticamente preferito andare a individuare specifiche fattispecie relativamente alle quali istituire presunzioni di dipendenza, ovvero sia di mancanza di indipendenza: tra gli autori che hanno tentato di dare una definizione compiuta di indipendenza merita menzionare Cavalli, il quale parla dell'«autonomia del collegio e la sua imparzialità nell'esercizio delle funzioni di controllo» <sup>(629)</sup>, nonché Tantini, che la descrive come «imparzialità, autonomia di giudizio, terzietà, distacco e soprattutto reputazione riconosciuta nell'ambiente in cui opera la persona» <sup>(630)</sup>.

<sup>(625)</sup> Il vocabolo «indipendenza» costituisce parola composta dal prefisso negativo e privativo *in-* e del lemma *dipendenza*: in proposito, cfr. TANTINI G. – *L'indipendenza dei sindaci*, cit., che a p. 8 sottolinea, correttamente, come il concetto di indipendenza adottato dal legislatore si risolva in un'elencazione di fattori negativi che possono comprometterla. La già citata comunicazione Consob n. DAC/RM/97001574 del 20 febbraio 1997 – *Raccomandazioni in materia di controlli societari*, nell'anticipare alcune delle soluzioni che sarebbero state introdotte con il Testo Unico, prevedeva che «Al fine di rafforzare l'indipendenza dei sindaci dell'emittente, in aggiunta a quanto previsto dall'art. 2399, si raccomanda [...] che comunque la maggioranza dei sindaci non sia legata da rapporti di dipendenza con la società emittente ovvero con le altre società da questa controllate.» (il corsivo è di chi scrive).

<sup>(626)</sup> Cfr. DEVOTO G., OLI. G.C. – *Il dizionario della lingua italiana*, Firenze, Le Monnier, 1990, p. 935: sono indipendenti due fatti (ma anche due soggetti) «che escludono qualsiasi condizionamento reciproco»; l'indipendenza viene a sua volta definita come la «capacità di sussistere e di operare in base a principi di assoluta autonomia», intendendo quest'ultima (p. 167) come «posizione giuridica [...] di enti o persone, nella cui sfera di attività non vi sia ingerenza da parte di altri» e, nel linguaggio comune, come «libertà di agire». È infatti autonomo, in senso estensivo, colui che è «indipendente, libero».

<sup>(627)</sup> Cfr. ZINGARELLI N. – *Lo Zingarelli 2013 – Vocabolario della lingua italiana*, Bologna, Zanichelli, 2012: è indipendente colui «che è libero, che non è soggetto a vincoli di alcun genere»; si definisce «vincolo» un «obbligo di natura morale o giuridica; relazione o rapporto di natura morale, affettiva, sociale e sim. che lega reciprocamente due o più persone».

<sup>(628)</sup> TANTINI G. – *L'indipendenza dei sindaci*, cit., p. 43, bolla come «un esercizio inutile lamentare la carenza di una definizione unitaria» di indipendenza, in quanto il concetto – benché declinato diversamente con riferimento ai differenti soggetti (amministratori, sindaci e revisori) cui viene richiesta, e tramite regole che fanno riferimento a differenti *standard* valutativi nel giudicare dell'indipendenza di un soggetto – rimane comunque un concetto unitario (in proposito, cfr. anche la n. 630).

<sup>(629)</sup> CAVALLI G. – *Art. 148 – Composizione*, in G. F. Campobasso (diretto da) – *Testo Unico della Finanza - Commentario*, vol. II, Emittenti, Torino, UTET, 2002, p. 1215.

<sup>(630)</sup> Cfr. TANTINI G. – *L'indipendenza dei sindaci*, cit., p. 8: «occorre avere un concetto di alto profilo dell'indipendenza, cioè fare riferimento ad un modello ideale di indipendenza “integrale”, cioè senza modulazioni né tantomeno attenuazioni, che ha un suo nucleo centrale e caratterizzante, dato da imparzialità, autonomia di giudizio, terzietà, distacco e soprattutto reputazione riconosciuta nell'ambiente in cui opera la persona, che dovrebbe rappresentare una nozione generale, utilizzabile in tutte le situazioni nelle quali si esige questo status del soggetto, al di là delle differenze inerenti alla specificità delle diverse funzioni di sindaco, di amministratore (amministratore indipendente), o di revisore.» (il concetto viene ribadito anche alle pp. 30 e 42). Più precisamente, una delle radici dell'indipendenza è rappresentata dall'imparzialità: «Imparzialità e indipendenza determinano a loro volta un circuito virtuoso dove si sviluppano terzietà, distacco, e autonomia di giudizio» (*Id.*, p. 28). L'Autore afferma peraltro (*Id.*, p. 29) che «l'indipendenza viene a trovarsi in certo modo in una zona di confine tra diritto ed etica, non diversamente da quanto accade per il principio di correttezza e buona fede.».

Anche Ferro-Luzzi, relativamente agli amministratori indipendenti, ma con un ragionamento che ben può essere esteso a qualsiasi ipotesi di indipendenza, ritiene insufficiente ogni definizione in negativo e in particolare che «non basta l'assenza di circostanze obiettive che possono indurre in tentazione: occorre anche l'esistenza di buone ragioni per resistere alle tentazioni.»<sup>(631)</sup>.

Una definizione neutra, che pare poter essere funzionale al presente lavoro è quella dell'autonomia rispetto ad altri individui o centri di potere, ovvero dell'assenza di legami o condizionamenti che possano influenzare le scelte e l'operato di un soggetto.

Nonostante l'assenza, fino alle riforme del 2003-2004 – che hanno visto l'introduzione dell'art. 2399, co. 1, lett. c) c.c.<sup>(632)</sup> e la modifica dell'art. 148, co. 3, lett. c) TUF<sup>(633)</sup> – di alcuna espressa menzione normativa della necessità che i sindaci siano indipendenti, la dottrina appare sostanzialmente unanime nel rilevare come l'indipendenza rappresenti un prerequisito di qualsiasi

---

<sup>(631)</sup> FERRO-LUZZI P. – *Indipendente... da chi; da cosa?*, in Riv. Soc., 2008, p. 209. L'Autore, dopo aver lamentato (*Id.*, p. 208) che anche il Codice di Autodisciplina – ritenuto il testo più autorevole, diffuso e analitico in tema di indipendenza – si riduce alla «identificazione ed elencazione minuziosa di situazioni la cui 'non esistenza' dovrebbe determinare l'indipendenza», rileva (*Id.*, p. 209) che «la sempre più minuziosa, analitica, dettagliata classificazione delle situazioni impeditive del requisito di indipendenza (spessissimo basate sulla teorica del conflitto di interessi o delle parti correlate) al limite conduce a ritenere che veramente indipendente sia chi con il mondo degli affari poco ha avuto a che fare, il che mi sembra poco costruttivo». Il concetto di indipendenza inoltre, non deve essere rapportato alle posizioni di maggioranza e minoranza, in quanto la funzione specifica di un amministratore indipendente (e il rilievo vale a maggior ragione per i sindaci) consiste (*Id.*, p. 208) nella «capacità di accorgersi dell'esistenza di un problema, di un rischio, e la capacità di sollevare la questione, 'indipendentemente' dagli interessi specifici coinvolti»: «In termini un po' provocatori, e se si vuole mutuati dalla teoria della analisi economica del diritto, direi allora che indipendente è l'amministratore [e lo stesso dicasi per il sindaco] che ha un valore di reputazione proprio superiore al valore della carica, valore ovviamente da intendersi non nel senso del valore marginale della moneta, ma valore professionale e personale proprio.» (*Id.*, p. 207). DENOZZA F. – *"L'amministratore di minoranza" e i suoi critici*, cit., p. 767, sub n. 1, ritiene che «l'indipendenza che conta in prima battuta, è quella nei confronti di chi esercita il potere all'interno della società, chiunque esso sia. Posto che nelle società italiane il problema principale è normalmente quello degli abusi commessi nell'interesse del socio o dei soci di controllo [...] l'indipendenza che deve essere cercata non è una utopistica indipendenza nei confronti di chiunque, ma quella nei confronti del socio di maggioranza, che è in grado di commettere o far commettere abusi.».

<sup>(632)</sup> Per una disamina delle interpretazioni dottrinali relativamente all'ambito di applicazione della disposizione si rinvia ad ANGELICI C., CAVALLI G., LIBERTINI M. – *Parere pro veritate in materia d'ineleggibilità del sindaco e società tra professionisti*, 4 febbraio 2005, disponibile all'indirizzo [http://www2.consrag.it/archivio\\_home/2005/Nuova%20edizione%202399.pdf](http://www2.consrag.it/archivio_home/2005/Nuova%20edizione%202399.pdf), p. 6 ss.: in particolare, gli Autori affermano, condivisibilmente, che il co. 1, lett. c) è suscettibile di applicazione estensiva anche alle ipotesi di collaborazione non continuativa, ma comunque tali, per frequenza o abitudine, da compromettere l'indipendenza del sindaco; gli Autori ritengono altresì che costituiscano cause di ineleggibilità e decadenza quelle fattispecie pur episodiche, di incarico professionale caratterizzato da una rilevanza economica o un prestigio tali da poterne pregiudicare l'autonomia.

<sup>(633)</sup> La sostituzione della lett. c) dell'art. 148, co. 3 TUF, è stata effettuata dall'art. 3 del D.lgs. 6 febbraio 2004, n. 37 – *Modifiche ed integrazioni ai decreti legislativi numeri 5 e 6 del 17 gennaio 2003, recanti la riforma del diritto societario, nonché al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, di cui al decreto legislativo n. 385 del 1° settembre 1993, e al testo unico dell'intermediazione finanziaria di cui al decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998*, pubblicato in G.U. n. 37 del 14 febbraio 2004, Supplemento Ordinario n. 24, disponibile all'indirizzo <http://www.parlamento.it/parlam/leggi/deleghe/04037dl.htm>.

funzione di controllo e costituisca quindi, nello specifico, un carattere connaturato all'ufficio di sindaco fin dalla creazione di questa figura ad opera del codice di commercio del 1882 <sup>(634)</sup>. Numerose disposizioni legislative in tema di collegio sindacale possono invero essere lette come implicitamente funzionali alla tutela dell'indipendenza dei sindaci: in primo luogo, naturalmente, la previsione di cause di ineleggibilità e decadenza (art. 148, co. 3 TUF; art. 2399 c.c. per le società non quotate) dei soggetti che presentano legami personali o patrimoniali con l'emittente (e le società ad esso collegate) o i suoi amministratori <sup>(635)</sup>; finalizzate al mantenimento dell'indipendenza appaiono anche la norma (art. 2400, co. 1 c.c.) che prevede un limite alla durata dell'incarico <sup>(636)</sup>, pari a tre esercizi, e quella (art. 2400, co. 2 c.c.) che contempla la possibilità di revoca dei sindaci esclusivamente per giusta causa e con l'approvazione del tribunale, sentito l'interessato, nonché infine la regola (art. 2402 c.c.) che impone la predeterminazione nell'atto costitutivo o al momento della nomina, della retribuzione relativa all'intera durata del loro ufficio <sup>(637)</sup>.

Il legislatore è dunque intervenuto su alcuni fattori che potenzialmente inficiano l'indipendenza – relazioni personali; interessi patrimoniali o lavorativi (ovvero l'intenzione di non alienarsi i favori del gruppo di controllo in vista del mantenimento dell'incarico) – andando a

---

<sup>(634)</sup> Cfr., *inter alios*, CAVALLI G. – *I sindaci*, cit., p. 25 (e poi ID. – *Il collegio sindacale*, in Aa. Vv., *Le società per azioni*, vol. 2, collana Giurisprudenza Sistematica di Diritto Civile e Commerciale, collana fondata da Walter Bigiavi, Torino, UTET, 1996, p. 684), secondo cui «l'indipendenza dagli amministratori [...] viene giustamente considerata dal codice quale requisito minimo indispensabile ai fini di un corretto esercizio delle funzioni di controllo»; TEDESCHI G.U. – *Il collegio sindacale*, cit. p. 30, sub art. 2399, (espressamente richiamandosi a CAVALLI G. – *Il collegio sindacale*, in Silvetti C., Cavalli G. – *Le società per azioni*, 2 ed. riveduta e aggiornata, vol. II, in Bigiavi (fondata da), *Giur. sist. civ. e comm.*, Torino, UTET, 1983, p. 515, sub. n. 210) ritiene che la realizzazione di una condizione di indipendenza dei sindaci dagli amministratori debba essere considerata come il «presupposto fondamentale per uno svolgimento proficuo delle funzioni di controllo»; QUAGLIOTTI L. – *La nomina dei sindaci: equilibrio strutturale e indipendenza sostanziale*, cit., p. 44, afferma che «l'indipendenza nell'esercizio dei controlli endosocietari è la chiave di volta del sistema [...]», nonché (ID., p. 83) «principio generale e teleologico dell'ordinamento societario, posto a fondamento dell'insieme delle disposizioni sull'incompatibilità alla carica di controllante»; TANTINI G. – *L'indipendenza dei sindaci*, cit., p. 18, parla dell'indipendenza come di «un principio generale inespresso, o una clausola generale implicita nell'ordinamento.», riscontrabile anche prima della riforma societaria del 2003, che ne ha visto semmai la positiva emersione nel tessuto normativo.

<sup>(635)</sup> La disposizione, volutamente indeterminata, di cui alla lett. c) delle due norme menzionate, amplia il novero dei casi di mancanza di indipendenza, facendo divenire quest'ultima una fattispecie aperta, la cui individuazione andrà eventualmente sindacata caso per caso in sede giudiziale.

<sup>(636)</sup> Cfr., *infra*, par. 3.3.1.

<sup>(637)</sup> Ritiene QUAGLIOTTI L. – *La nomina dei sindaci: equilibrio strutturale e indipendenza sostanziale*, cit., p. 70, che anche la prescrizione di idoneità tecnico-professionali assuma un'indiretta valenza come salvaguardia dell'indipendenza degli eletti «in quanto comprimono la platea degli eleggibili alla carica e quindi la libertà di scelta dell'assemblea dei soci.», ma il ragionamento non appare condivisibile: il problema dell'indipendenza dei sindaci si propone infatti nei medesimi termini anche per i soggetti dotati di qualifiche tecniche e professionali, e l'effettivo restringimento della platea degli eleggibili non esclude invero che vengano candidati individui che, pur soggetti a uno standard di diligenza professionale, si dimostrino particolarmente inclini a compiacere i propri elettori.

dichiarare ineleggibile alla carica di sindaco colui o colei che si trovi in un rapporto con la società e i suoi organi tale da poter influenzare l'autonomia delle proprie decisioni. Le fattispecie espressamente menzionate di ineleggibilità e decadenza <sup>(638)</sup>, che istituiscono una presunzione assoluta di *non indipendenza*, non esauriscono però tutti i possibili casi di mancanza d'indipendenza: quest'ultima, al di fuori di dette ipotesi, che si è detto essere presunzioni assolute, andrà allora accertata in concreto <sup>(639)</sup>. L'affermazione secondo cui l'indipendenza possa risultare compromessa da ulteriori fattori sembra provata da riscontri di natura fattuale: fermo restando quanto precisato in ordine alla giudicabilità esclusivamente in via prognostica delle novità introdotte dalla Legge sulla tutela del risparmio, gli episodi di cronaca verificatisi precedentemente alla promulgazione di detta normativa attestano come la necessità che i sindaci fossero teoricamente indipendenti perché non versanti in situazioni di ineleggibilità o decadenza, oltre all'esigenza che fossero dotati dei requisiti di professionalità previsti dalla legge, nonché di mezzi ritenuti idonei allo svolgimento dei propri compiti, non abbia impedito la loro effettiva acquiescenza rispetto all'operato degli amministratori.

Quello dell'effettività dell'indipendenza del collegio sindacale costituisce dunque, sin dalla sua nascita <sup>(640)</sup>, un problema dal rilievo primario, perché direttamente collegato al corretto

---

<sup>(638)</sup> Si noti peraltro come dette fattispecie, ferma restando la formulazione aperta di cui all'art. 148, co. 3, lett. c) di cui *supra* (cfr. la n. 629), costituiscano nelle società quotate un'elencazione chiusa, diversamente che per le società non quotate, ove – ai sensi dell'ultimo comma dell'art. 2399 c.c., articolo dichiarato inapplicabile agli emittenti azioni quotate dall'art. 154, co. 1 TUF – lo statuto può prevedere altre cause di ineleggibilità o decadenza (nonché cause di incompatibilità e limiti e criteri per il cumulo degli incarichi).

<sup>(639)</sup> Il dato appare sostanzialmente pacifico in dottrina. Rileva peraltro – con una considerazione in tema di amministratori indipendenti, ma ugualmente valida anche per i sindaci – BELCREDI M. – *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza e dintorni*, cit., p. 859, che «Nessuna griglia – per quanto a maglie fitte – potrà mai ingabbiare la complessità delle possibili relazioni umane tra consiglieri».

<sup>(640)</sup> Erano in molti a essersi avveduti della problematica già in sede di lavori preparatori al codice di commercio del 1882; aspre erano state in particolare le critiche avanzate dalle Camere di commercio, che invero vedevano così aboliti gli *uffici di ispezione* (istituiti dal R. Decreto del 5 settembre 1869, modificativo del R. Decreto 27 maggio 1866, che già affidava l'ispezione sulle società commerciali e sugli istituti di credito ad un Ufficio di sindacato, istituito originariamente presso il Ministero delle finanze e successivamente trasferito in seno al Ministero dell'agricoltura, industria e commercio: cfr. VISENTINI G. – *L'evoluzione della legislazione sulle società per azioni e la recente riforma*, cit., pp. 578-579); *uffici* composti per la parte preponderante da membri nominati dalle Camere stesse), come riferisce MARGHERI A. – *I motivi del codice di commercio*, Napoli, Riccardo Margheri di Giuseppe editore, 1885, vol. III, p. 111: «Essa [la Camera di Genova] reputa inefficace la vigilanza dei sindaci i quali, essendo eletti da coloro stessi che nominano gli amministratori, apparterranno al medesimo partito e non saranno punto disposti a combatterli. La responsabilità degli amministratori è più larga di quella dei sindaci; perché si presumerà che i secondi facciano meglio il loro dovere? Non sarà facile trovare persone rispettabili, che consentano ad assumere l'ufficio di sindaco *per il suo carattere odioso*. Coloro che considerassero questo mandato come un impiego, sarebbero esposti a una tentazione irresistibile, quando si trovassero nel bivio, di compromettere la loro posizione o di farsi pagare il silenzio da una poco scrupolosa amministrazione. E nel caso in cui i sindaci fossero nominati da persone avverse agli amministratori, questi si ritirerebbero dinnanzi a tale prova di diffidenza, o, se pur rimanessero, ne seguirebbero contestazioni dannose agli interessi sociali. Anche le Camere di Torino e Reggio Calabria svolgono all'incirca le stesse considerazioni.». Tra i numerosi Autori che si sono espressi sul punto merita citare RORDORF R. – *Le società per azioni dopo la riforma: il sistema dei controlli*, cit., p. 185, il quale sostiene che il problema della mancanza d'indipendenza rappresenta «una

funzionamento dell'organo di controllo interno e riverberantesi sugli equilibri del governo societario; un problema connaturato all'istituto, che aveva portato alcuni autori a suggerire, come verrà meglio precisato a breve <sup>(641)</sup>, la nomina statale di tutti o parte dei sindaci <sup>(642)</sup>, quando non la soppressione dello stesso collegio sindacale <sup>(643)</sup>.

---

potenziale minaccia per la credibilità dell'intero sistema, perché mina quella fiducia che è elemento essenziale del mercato.», nonché CHIAPPETTA F. – *Diritto del governo societario. La corporate governance delle società quotate*, Padova, CEDAM, 2007, che alle pp. 21 e 142 individua tra gli elementi di crisi del modello classico di società per azioni l'«insincerità del controllo».

<sup>(641)</sup> Cfr., *infra*, par. 3.3.2.

<sup>(642)</sup> Era questa la posizione di COMMISSIONE DE GREGORIO – *Schema di Disegno di legge concernente la riforma della disciplina delle società commerciali*, 1964, in Riv. Soc., 1966, p. 93, nonché in S. Scotti Camuzzi, *La riforma delle società di capitali in Italia. Progetti e documenti*, cit., p. 184 ss.: lo schema di Disegno di legge prevedeva infatti, per le società non quotate, (art. 23) la nomina del presidente del collegio sindacale, del sindaco unico e di un sindaco supplente, da parte del presidente del Tribunale (cfr. la *Relazione*, p. 124: «dovrebbe lasciarsene la scelta all'assemblea, anche al fine di evitare interventi esterni nella vita della società e si dovrebbe nel contempo assicurare la tutela della minoranza attraverso norme idonee a riservare ad essa la scelta di almeno un sindaco. Tuttavia, nella attuale situazione è stato necessario orientarsi in diverso senso, ritenendo che l'autonomia del collegio sindacale non può essere effettivamente conseguita se non rendendo autonoma la scelta, la quale perciò deve essere affidata, almeno in parte, ad un organo pubblico. [...] si è ritenuto che la nomina del presidente del collegio sindacale, ovvero del sindaco unico nelle ipotesi in cui viene ammesso, debba essere affidata al Presidente del Tribunale (art. 23).»), e per le società ammesse alla quotazione in borsa (art. 38) la nomina del presidente del collegio sindacale e di un sindaco supplente da parte dell'introducendo organo di vigilanza di matrice governativa (cfr. art. 33, e la *Relazione*, p. 147: «Per quanto concerne l'obbligo sindacale, la sottoposizione della società alla vigilanza governativa e la conseguente necessità di collegamenti tra il controllo interno, effettuato dal collegio sindacale, e il controllo esterno, affidato al predetto organo di vigilanza, suggeriscono di affidare la nomina del presidente del collegio sindacale di queste società all'organo di vigilanza, anziché al Presidente del Tribunale (art. 38).»).

<sup>(643)</sup> COMMISSIONE MINISTERIALE DI STUDIO PER LA RIFORMA DELLE SOCIETÀ PER AZIONI (COMMISSIONE SANTORO-PASSARELLI) – *Relazione della Commissione Ministeriale di studio per la riforma delle società per azioni*, 1961, pubbl. 1964, in Riv. Soc., 1964, p. 431, nonché in S. Scotti Camuzzi, *La riforma delle società di capitali in Italia. Progetti e documenti*, cit., p. 32 ss., contemplava la creazione di un organo di controllo pubblico alle dipendenze della Banca d'Italia: «L'organo di vigilanza nominerebbe il revisore per ciascuna società, scegliendolo dall'albo speciale e determinandone il compenso e il revisore sarebbe coadiuvato da funzionari della vigilanza. [...] Il pubblico revisore sostituirebbe l'attuale collegio sindacale». Per la posizione di VIVANTE cfr., *supra*, la n. 600. Anche FERRI G. – *I controlli interni nelle società per azioni*, in Aa. Vv., *Controlli interni ed esterni delle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1972, p. 18 ss., partendo dal presupposto che (*Id.*, p. 22) «Ad una struttura organizzativa essenzialmente basata su una concezione democratica e imperniata sulla preminenza dell'assemblea si è ormai sostituita una struttura organizzativa basata su una concezione autocratica e imperniata sull'assoluta preminenza dell'organo amministrativo.», sosteneva l'opportunità di eliminare il collegio sindacale, essendo questo il “prodotto” di un organo assembleare che aveva smarrito i propri iniziali connotati e l'autonomia rispetto agli amministratori: cfr. p. 20 «[...] la funzionalità del collegio sindacale ha per presupposto necessario la funzionalità dell'assemblea. Se questa non funziona, il controllo del collegio sindacale è inevitabilmente vanificato, perché, qualunque siano per essere i risultati dei suoi controlli, essi rimarrebbero senza una sanzione o quanto meno senza una sanzione adeguata. [...] La crisi attuale dell'istituto dei sindaci è la immediata conseguenza della crisi dell'assemblea. Se, come indubbiamente è, [...] l'assemblea è dominata dagli amministratori e le riunioni assembleari si riducono ad una recita su copione predisposto dagli amministratori e se è l'assemblea che deve adottare i provvedimenti e cioè le sanzioni conseguenti ai risultati dei controlli dei sindaci, è vano andare a ricercare i modi per assicurare la funzionalità del collegio sindacale, perché anche quando il collegio sindacale sia reso pienamente funzionante, dipenderà pur sempre dall'assemblea rendere questa funzionalità effettiva ed operante. Non è perché controllori e controllati hanno una identica matrice, in quanto entrambi sono di nomina assembleare, che l'istituto dei sindaci è in crisi, perché anzi questo risponde alla logica dell'istituto, ma è che la logica stessa dell'istituto è messa in crisi quando l'assemblea non è più funzionante come organo autonomo dagli amministratori.». L'Autore (*Id.*, p. 21) propendeva piuttosto per l'adozione di un controllo saltuario, fondato sulla regolarità del bilancio: «occorre rinunciare all'idea di un controllo permanente e adottare nuovi sistemi di controllo

Urge in questa sede andare a individuare gli ulteriori fattori ai quali ascrivere la mancanza di reale indipendenza dei sindaci, cui il legislatore non ha ancora saputo far fronte nella misura idonea: si tratta di situazioni spesso sfuggenti, non oggettivamente verificabili, quali l'effettiva subordinazione rispetto al centro di potere che li ha nominati, o l'accondiscendenza determinata da sentimenti di gratitudine quando non dall'intento di ingraziarsi i propri "elettori" (che peraltro sono anche i potenziali "ri-elettori") in vista della futura rielezione o della percezione di altre utilità<sup>(644)</sup>. I due principali nodi irrisolti, che possono ingenerare pericolose situazioni di sostanziale dipendenza, sono infatti rappresentati dalla possibilità di essere rieletti all'ufficio, e dalla medesima matrice rispetto all'oggetto principale delle loro funzioni di controllo, ovvero gli amministratori.

### 3.1. *Indipendenza formale, dipendenza sostanziale: l'opportunità della rielezione*

Il primo fattore problematico, potenzialmente idoneo a minare l'indipendenza dei sindaci, è rappresentato dalla possibilità che questi vengano rieletti al termine del terzo esercizio<sup>(645)</sup>. Per

---

saltuari, ma più efficaci; occorre cioè rinunciare all'istituto dei sindaci, sempre poco efficiente e ormai assolutamente vanificato, lasciando agli amministratori l'intera responsabilità della loro azione anche per quanto attiene alla sua regolarità e puntualizzare i controlli, così come è nei diversi ordinamenti stranieri, sul bilancio e cioè sull'atto, che, riassumendo l'intera gestione di un anno e prospettandone i risultati conseguiti sia nel campo patrimoniale sia in quello economico, costituisce l'atto più significativo sia per i soci sia per i terzi.». Anche RORDORF R. – *Il nuovo sistema dei controlli sindacali nelle società per azioni quotate*, in Foro it., 1999, p. 240, reputa «del tutto inverosimile che l'assemblea sia il luogo in cui le eventuali irregolarità di gestione (spesso compiute proprio per favorire l'interesse del socio egemone) possano trovare adeguata sanzione.» e prosegue – condivisibilmente, soprattutto anteriormente alla riforma del 2003-04, ma anche successivamente, perlomeno ove non sia dato riscontrare la presenza di una minoranza attiva tale, anche in aggregato, da poter esercitare autonomamente l'azione di responsabilità – rilevando che «Analoghe considerazioni valgono a spiegare perché anche l'inadempimento dei sindaci ai propri doveri sia rimasto per lo più impunito. Il meccanismo dell'azione di responsabilità sociale contro amministratori e sindaci comporta, infatti, che sia pur sempre la maggioranza assembleare ad essere arbitra dell'esercizio dell'azione, la quale sfugge dal suo controllo solo in caso di sottoposizione della società a fallimento o ad altra analoga procedura concorsuale. Ne è derivata, di fatto, una sostanziale irresponsabilità (almeno sul piano civile) dei sindaci di tutte le società che non siano in dissesto.».

<sup>(644)</sup> In questa sede merita di essere richiamata la considerazione, largamente diffusa in dottrina, secondo cui «il concetto di minaccia all'indipendenza non può essere ispirato a valutazioni di natura esclusivamente soggettiva, ma va in qualche modo "obiettivizzato" sulla scorta di canoni di valutazione sociale comunemente accettati. A ciò si riferisce il rilievo, presente a livello di normativa comunitaria tanto nella raccomandazione 16 maggio 2002 della Commissione Europea, quanto nella successiva e recente proposta di direttiva del 7 dicembre 2004 in materia di revisione contabile, secondo cui il revisore non soltanto deve essere (soggettivamente) indipendente, ma deve anche apparire (obiettivamente) tale ad un soggetto terzo ragionevole ed informato.»: così ANGELICI C., CAVALLI G., LIBERTINI M. – *Parere pro veritate in materia d'ineleggibilità del sindaco e società tra professionisti*, cit., p. 17; gli Autori peraltro ritengono che il primo – ma non necessariamente l'esclusivo – criterio di cui tener conto per verificare la sussistenza o meno di minacce all'indipendenza del sindaco è quello della «compromissione economica», pur sottolineando la problematicità della determinazione della "soglia di compromissibilità" nel caso concreto.

<sup>(645)</sup> Tale rilievo era stato già avanzato da Matteo Pescatore nel 1875: cfr. PESCATORE M. – ROSSI A. – *Gli idilli sul piccolo azionista*, cit., p. 324, ove viene affermato che «I sindaci [...] naturalmente desiderano di prepararsi la conferma [...] e per prepararsi la conferma ognuno sa che non bisogna usare troppo rigore, perché nella successiva assemblea la conferma non verrà se eccedono troppo nel rigore della sorveglianza, inquantoché le assemblee future saranno in potere dei gestori della società. E perciò in complesso io temo che tra questi sindaci ed i gerenti della società si stabilisca, *circum circiter*, quella concordia che noi sogliamo vedere tra il Ministero e la Commissioni parlamentari».

quanto ciò possa sembrare pacifico, è comunque doveroso chiedersi se la rielezione dei componenti uscenti del collegio sindacale sia legittima: è difatti interessante notare come il codice di commercio del 1882 affermasse espressamente (art. 183, co. 2) la rieleggibilità dei sindaci <sup>(646)</sup>, mentre il codice civile del 1942 (art. 2397, co. 1) non riproduce detta disposizione sulla rieleggibilità, né d'altro canto la vieta espressamente; nel silenzio del legislatore pare comunque che la legittimità della rielezione, cui di fatto gli statuti fanno sovente utilizzo, non possa essere messa in discussione.

Naturalmente è necessario operare un distinguo tra legittimità, che *rebus sic stantibus* non è in discussione, e opportunità della rielezione <sup>(647)</sup>. Per capire se la rielezione dei sindaci sia anche opportuna è necessario comprendere quali siano gli interessi da comporre, e quindi come contemperarli: sindaci che ricoprono il loro incarico per un periodo lungo, dunque per un unico, lungo mandato, come per più mandati brevi consecutivi, presenterebbero il vantaggio di conoscere meglio la società e i suoi assetti, a beneficio (perlomeno teoricamente) dell'efficienza e della qualità del controllo; il lungo periodo rischia però di essere foriero di un rinsaldarsi di legami tra controllante e controllato che appare inopportuno e pericoloso <sup>(648)</sup>; la previsione di mandati relativamente brevi (tre esercizi), ma con la possibilità di rielezione, che nella prassi risulta spesso quasi automatica, di fatto depotenzia la stessa fissazione del limite di durata dell'ufficio, perché i sindaci (l'intero collegio sindacale o taluni suoi componenti) potrebbero essere tentati di "ammorbidire" la qualità del proprio scrutinio per ingraziarsi i favori della maggioranza

---

<sup>(646)</sup> La *ratio* della previsione va probabilmente individuata, stante l'allora difficoltà di reperire soggetti idonei a ricoprire l'ufficio, nel tentativo di non rendere oltremodo complessa la periodica individuazione di nuovi sindaci (assillo ancora attuale nel corso degli anni '60 del secolo scorso, come testimonia la *Relazione* di minoranza dei commissari De Gennaro e Ferri allo schema di disegno di legge di cui al progetto della Commissione De Gregorio, *cit.*, p. 173, secondo cui, con l'approvazione del progetto, «La difficoltà di reperire o formare revisori di idoneo livello professionale e morale in numero sufficiente per le esigenze di tutte le società azionarie risulta notevolmente attenuata»). La problematicità del "momento" della rielezione (connessa al tema della revocabilità) veniva sottolineata da VIVANTE C. – *Trattato di diritto commerciale*, vol. 1 – *Le persone*, Torino, F.lli Bocca Editori, 1893, p. 478: «Se nella pratica non hanno acquistato una sufficiente autorità ciò avviene probabilmente perché il loro ufficio si rinnova ogni anno per opera di quell'assemblea ordinaria, ove gli amministratori fanno per solito da padroni, e devono scontare ogni atto di indipendenza colla perdita dell'ufficio. Sarebbe necessario che, invertite le parti, gli amministratori avessero piuttosto a temere di non essere confermati per l'influenza dei sindaci. Ma questo non si potrà ottenere se non resteranno in ufficio più a lungo degli amministratori e non saranno posti al sicuro contro le loro rappresaglie ordinando che non possano essere revocati che da un'assemblea costituita con speciali garanzie di soci presenti e votanti».

<sup>(647)</sup> Cfr. RORDORF R. – *Le società per azioni dopo la riforma: il sistema dei controlli*, *cit.*, p. 186: «forse, come anche il recente scandalo che ha coinvolto la società statunitense Enron sembra suggerire, non è prudente affidare l'indipendenza dei componenti degli organi di controllo alla sola esteriore assenza dei pregressi rapporti formali con chi detiene il comando della società, e trascurare che la maggior minaccia all'indipendenza del controllore viene sovente proprio dal fatto che la sua nomina o la sua riconferma risultano nella sostanza rimesse al volere [di] chi ne dovrebbe esser controllato».

<sup>(648)</sup> Come già anticipato, la previsione (art. 2400, co. 1 c.c.) di un limite alla durata dell'incarico, che il legislatore ha ritenuto di fissare nella misura di tre esercizi, appare proprio finalizzata a preservare l'indipendenza dei sindaci e ad evitare che il loro ufficio divenga sufficientemente lungo da creare tali legami.

assembleare (o, specularmente, se componenti “minoritari” del collegio, potrebbero inasprirlo imponendo un controllo asfissiante e al limite dell'ostruzionismo per attrarre su di sé le simpatie della minoranza <sup>(649)</sup>) in vista della possibile rielezione, soprattutto nel periodo immediatamente precedente lo scadere del mandato <sup>(650)</sup>.

Le considerazioni a sfavore della rielezione ora esposte paiono preponderanti <sup>(651)</sup>, e portano peraltro a concludere come sia interesse della stessa società far sì che vi sia un periodico ricambio dei componenti dell'organo: sarebbe dunque preferibile, in una prospettiva *de iure condendo*, vietare in radice la possibilità di rielezione dei sindaci, introducendo una norma finalizzata al periodico ricambio dei soggetti preposti al controllo, che preveda un *cooling-off period*, ovvero un'incompatibilità temporanea, sulla scorta di quella prevista (assieme alla *partner rotation*) dalle regole in tema di revisione legale dei conti. Detta disciplina, originariamente contenuta, rispettivamente per il revisore e il responsabile della revisione, negli artt. 159, co. 4 <sup>(652)</sup> e 160, co. 1-*quater* <sup>(653)</sup> TUF, è attualmente regolata dagli artt. 10 e 17, d.lgs. 39/2010 <sup>(654)</sup>: in particolare, l'art.

---

<sup>(649)</sup> Il virgolettato è d'obbligo, in quanto, come si vedrà meglio *infra* (par. 3.3.2), i sindaci sono (perlomeno sulla carta) indipendenti ed una volta assunto l'incarico non devono rispondere a coloro che li hanno eletti: la presenza del sindaco eletto dalla minoranza non dev'essere dunque letta come l'intenzione del legislatore di radicalizzare un conflitto in seno all'organo di controllo e di riprodurre la dialettica di contrapposizione propria delle dinamiche assembleari o del consiglio di amministrazione, perlomeno per quanto concerne il rapporto tra gli amministratori espressi dalla maggioranza e il componente minoritario non indipendente: il sindaco *eletto dalla minoranza* non è infatti il sindaco *di minoranza*; lo sottolinea anche POLI S. – *Art. 148. Composizione*, in A. Maffei Alberti (a cura di), *Disciplina delle società con azioni quotate. Commentario*, ne Le nuove leggi civili commentate, 2001, n. 1/2, Padova, CEDAM, p. 254, secondo cui l'istituto può essere astrattamente qualificato quale “sindaco nominato dalla minoranza”, o invece “sindaco di minoranza”.

<sup>(650)</sup> QUAGLIOTTI L. – *La nomina dei sindaci: equilibrio strutturale e indipendenza sostanziale*, cit., p. 93, parla, a proposito della rielezione *sine die* dei sindaci, espressamente autorizzata da molti statuti, del rischio rappresentato dall'«arenante forza del peso della gratitudine» (e cfr. *infra*, n. 659).

<sup>(651)</sup> Non sembra infatti, a fronte dell'odierno livello di professionalità richiesto per rivestire l'incarico di sindaco, che un collegio rinnovato abbisogni di un lungo periodo per “entrare a regime” e in particolare per verificare l'adeguatezza degli assetti societari, durante il quale si potrebbe avere uno scadimento della qualità dei controlli; non sembra, del pari, più ravvisabile la necessità, avvertita nei lavori preparatori al codice di commercio del 1882, di “conservare in società” i sindaci per il tempo più lungo possibile, stante l'allora difficoltà di trovare dei sostituti qualificati: è infatti palese come il rapporto tra domanda e offerta nel mercato dei sindaci non sia oggi più così sbilanciato a favore della prima come poteva essere sul finire del diciannovesimo secolo.

<sup>(652)</sup> Ai sensi dell'originaria formulazione dell'art. 159, co. 4, TUF (d.lgs. 58/1998), l'incarico di revisore del bilancio durava tre esercizi e poteva essere rinnovato per non più di due volte; la norma veniva dapprima modificata da parte dell'art. 18 della Legge sulla Tutela del Risparmio, che così prevedeva: «L'incarico ha durata di sei esercizi, è rinnovabile una sola volta e non può essere rinnovato se non siano decorsi almeno tre anni dalla data di cessazione del precedente. In caso di rinnovo il responsabile della revisione deve essere sostituito con altro soggetto.»; successivamente, l'art. 3 del d.lgs. 303 del 29 dicembre 2006 portava la durata dell'incarico a nove esercizi, prevedendo che questo non potesse essere rinnovato, né nuovamente conferito se non fossero decorsi almeno tre anni dalla data di cessazione dell'incarico precedente; il co. 4 veniva infine abrogato dall'art. 40 del d.lgs. n. 39 del 27 gennaio 2010.

<sup>(653)</sup> Il co. 1-*quater* dell'art. 160 TUF veniva dapprima inserito dall'art. 18 della legge sulla Tutela del Risparmio, che così recitava: «L'incarico di responsabile della revisione dei bilanci di una stessa società non può essere esercitato dalla medesima persona per un periodo eccedente sei esercizi sociali, né questa persona può assumere nuovamente tale

17, relativamente alla revisione degli enti di interesse pubblico, prevede al co. 1 una durata dell'incarico pari a nove esercizi per le società di revisione, e di sette per i revisori legali <sup>(655)</sup>, ed un *cooling-off period* pari ad almeno tre esercizi dalla data di cessazione del precedente incarico.

Da ultimo è necessario precisare che il divieto di rielezione, sebbene opportuno <sup>(656)</sup>, in quanto reciderebbe (o almeno attenuerebbe, nel caso di *cooling-off*) *pro futuro* possibili deleteri legami tra sindaci e assemblea, non può comunque ritenersi sufficiente ad assicurare la salvaguardia dell'indipendenza dell'organo: la mancanza d'indipendenza non appare infatti determinata dalla sola prospettiva di una rielezione, e l'eventuale proibizione di quest'ultima (o la subordinazione della rielezione al trascorrere di un "periodo di raffreddamento") non assicurerebbe comunque che i sindaci in carica, nonostante sappiano dal principio di non essere soggetti a rielezione (o perlomeno non a una rielezione immediata), possano omettere di adempiere al proprio ufficio in una condizione di reale autonomia, a cagione dei loro legami con coloro che li hanno nominati, legami che spesso sfuggono alle maglie di una definizione formale di indipendenza.

---

incarico, relativamente alla revisione dei bilanci della medesima società o di società da essa controllate, ad essa collegate, che la controllano o sono sottoposte a comune controllo, neppure per conto di una diversa società di revisione, se non siano decorsi almeno tre anni dalla cessazione del precedente.»; la norma veniva modificata ad opera dell'art. 3 del d.lgs. 303/2006, che prevedeva: «L'incarico di responsabile della revisione dei bilanci di una stessa società non può essere esercitato dalla medesima persona per un periodo eccedente sei esercizi sociali, né questa persona può assumere nuovamente tale incarico, neppure per conto di una diversa società di revisione, se non siano decorsi almeno tre anni dalla cessazione del precedente. La persona medesima, al termine di tale incarico svolto per sei esercizi, non potrà assumere né continuare ad esercitare incarichi relativi alla revisione dei bilanci di società controllate dalla suddetta società, di società ad essa collegate, che la controllano o sono sottoposte a comune controllo, se non siano decorsi almeno tre anni.»; l'intero articolo 160 veniva infine abrogato dall'art. 40 del d.lgs. n. 39 del 27 gennaio 2010.

<sup>(654)</sup> D.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39, attuazione della Direttiva 2006/43/CE, relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati, che modifica le direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE, e che abroga la direttiva 84/253/CEE. (10G0057), pubblicato in G.I., n. 68 del 23 marzo 2010 – Supplemento Ordinario n. 58, disponibile all'indirizzo <http://www.camera.it/parlam/leggi/deleghe/10039dl.htm>.

<sup>(655)</sup> Pare dunque potersi affermare che un revisore legale persona fisica sia considerato maggiormente passibile di perdere la propria indipendenza in un periodo medio-lungo, rispetto ad una società di revisione (che, coerentemente, sarà comunque tenuta a sostituire la persona fisica responsabile della revisione che abbia ricoperto tale ruolo per sette esercizi consecutivi). Non è possibile in questa sede disquisire della congruità della durata massima dell'incarico concretamente individuata dal legislatore: per una lettura condivisibilmente critica della disciplina della revisione legale in generale si rinvia a GIUDICI P. – *La nuova disciplina della revisione legale*, in *Le società*, 2010, p. 533, e in particolare cfr. p. 537 per la considerazione secondo cui il periodo di nove esercizi sarebbe «un termine vincolato che può risultare eccessivamente lungo e che certamente crea blocchi al livello di concorrenza tra società di revisione.».

<sup>(656)</sup> Conforme, QUAGLIOTTI L. – *La nomina dei sindaci: equilibrio strutturale e indipendenza sostanziale*, cit., p. 100, a proposito della ritenuta rieleggibilità dei sindaci, afferma che «L'indipendenza è del resto l'antitesi del consolidamento dei rapporti.», propende (n. 176, p. 100) per l'introduzione di meccanismi di rotazione e afferma l'inconsistenza delle controindicazioni legate alle perdite (parziali e contingenti) che ogni ordinamento inevitabilmente produce in termini di efficienza ed efficacia dei controlli. *Contra*, SCIUTELLA A. – *È riformabile l'istituto del collegio sindacale?*, in Riv. dott. Comm., 1979, p. 626, assumendo una posizione non condivisibile in quanto eccessivamente netta, riteneva fosse «indispensabile fissare per legge una durata limitata dell'incarico senza possibilità di rielezione; si consentirebbe così una vera indipendenza del sindaco nell'assolvimento del proprio dovere oltre a favorirsi quel processo di ricambio degli organi spesso necessario per il miglior funzionamento dell'apparato societario.».

Problematica, in particolare, in quanto foriera di potenziali pericolosi conflitti, appare la condivisione (ora parziale) della medesima provenienza rispetto all'oggetto principale delle loro funzioni di controllo, ovvero gli amministratori: proprio l'introduzione nell'ordinamento italiano della figura del sindaco di minoranza tradisce la consapevolezza da parte del legislatore stesso dell'inadeguatezza della sola previsione di ipotesi espresse di ineleggibilità (e decadenza) a contenere il fenomeno della *non-indipendenza*.

### 3.2. La figura del sindaco di minoranza

Si è già ampiamente anticipato come la designazione dell'organo di controllo interno, dalla nascita fino all'entrata in vigore del Testo Unico della Finanza, fosse demandata, secondo una logica plutocratica e schiettamente maggioritaria al voto della maggioranza assembleare, ovvero al medesimo gruppo di potere cui andava ascritta la nomina dell'organo gestorio: è intuitivo come, stanti i medesimi natali di controllore e controllato, il rischio di conflitti d'interesse fosse latente, come la dottrina, sin dai lavori preparatori al codice di commercio del 1882, non ha mancato di sottolineare <sup>(657)</sup>; alcuni autori si sono addirittura spinti fino al punto di suggerirne la rimozione <sup>(658)</sup>. Questo meccanismo di elezione rendeva infatti possibile alla maggioranza la designazione di soggetti che, pur nel rispetto dei requisiti formali per l'assunzione dell'incarico, fossero accondiscendenti nei confronti delle politiche perseguite dal gruppo di comando e dagli amministratori che ne erano l'espressione, in definitiva privando l'organo di controllo di quell'indipendenza di giudizio e di azione che ne costituisce un presupposto indefettibile del corretto funzionamento. La riprova dei fatti ha puntualmente confermato come il "vizio d'origine" del collegio sindacale si fosse tradotto, se non in vera e propria connivenza, perlomeno in scarsa obiettività o ritrosia a sindacare l'operato degli amministratori <sup>(659)</sup>, e dunque nell'inefficacia dell'organo stesso.

---

<sup>(657)</sup> VIVANTE C. – *Trattato di diritto commerciale*, vol. 1 – *Le persone, cit.*, p. 474, dava conto dello iato sussistente tra ideale legislativo e reale livello di indipendenza e autorevolezza dei sindaci: «I sindaci esercitano un ufficio personale e continuo di vigilanza, penetrante nell'interno di tutta l'azienda sociale. Il loro riscontro deve seguirne di pari passo lo svolgimento, cosicché gli amministratori sapendo di essere sorvegliati da una autorità vigile e indipendente siano costretti, anche senza volerlo, a condursi con onesta diligenza. In pratica però la loro sorveglianza e la loro considerazione restano molto lontane dall'ideale legislativo.».

<sup>(658)</sup> Cfr., per una panoramica delle posizioni dottrinarie, anche straniere, SACERDOTI A. – *Dei sindaci nelle società anonime e delle garanzie da sostituirsi agli stessi*, in Riv. dir. comm., 1914, p. 657, secondo cui (*Id.*, p. 663) «quando si togliesse l'obbligo dei sindaci, s'imporrebbe il surrogato della garanzia effettiva data dall'opera combinata del gran consiglio e del consiglio ristretto, ed essa quindi dovrebbe essere obbligatoria e non meramente facoltativa».

<sup>(659)</sup> QUAGLIOTTI L. – *La nomina dei sindaci: equilibrio strutturale e indipendenza sostanziale, cit.*, p. 69 afferma che dalla comune emanazione assembleare di sindaci e amministratori «spesso deriva il "peso della gratitudine" dei primi verso i secondi» (cfr. anche, *supra*, n. 650).

\* \* \*

Il Testo Unico della Finanza andava finalmente a scompaginare in via generale, per tutte le società quotate <sup>(660)</sup>, la perfetta sovrapposibilità della matrice – ovvero l'identità dal punto di vista dell'elettorato attivo – dei due organi, scegliendo di demandare alla minoranza la nomina di almeno un componente del collegio sindacale <sup>(661)</sup>. Più precisamente, l'art. 148, co. 2 TUF nella sua formulazione originaria disponeva che l'atto costitutivo avrebbe dovuto contenere le clausole necessarie ad assicurare che un membro effettivo del collegio (almeno due nei collegi formati da più di tre membri <sup>(662)</sup>) venisse eletto dalla minoranza.

È subito opportuno fugare ogni dubbio quanto alla *ratio* sottesa all'introduzione del sindaco espressione della minoranza: «una delle finalità della norma s'individua [...] nell'intento di garantire una composizione diversificata dell'organo di controllo, promuovendo al suo interno una dialettica funzionale e deliberativa inevitabilmente compromessa dalla comune origine di tutti i suoi

---

<sup>(660)</sup> Sulla previsione di cui all'art. 2368, co. 1 c.c. e sull'antecedente rappresentato dalla Legge sulle privatizzazioni del 1974 cfr. *supra*, n. 594.

<sup>(661)</sup> Come verrà presto chiarito, altre opzioni astrattamente ipotizzabili avrebbero potuto essere quelle di affidare la nomina in tutto o in misura preponderante alle minoranze assembleari, o addirittura di demandare, in tutto o in parte, la designazione dei sindaci allo Stato o ad un'autorità pubblica quale la Consob. Quanto alla genesi del sindaco di minoranza merita sottolineare come autorevole dottrina avesse da tempo avanzato la proposta di introdurre tale figura (cfr. in tal senso la *Relazione* di minoranza dei commissari De Gennaro e Ferri allo schema di disegno di legge di cui al progetto della Commissione De Gregorio, *cit.*, pubblicata in S. Scotti Camuzzi, *La riforma delle società di capitali in Italia. Progetti e documenti*, *cit.*, p. 173 ss., che a p. 175 afferma «In nessuna legislazione del mondo risulta accolto il principio che la nomina di un organo sociale costituente parte integrante dell'ordinaria organizzazione della società debba essere istituzionalmente riservata allo Stato [...] non potrebbe essere presentata come una misura inevitabile, in quanto costituente l'unico mezzo esperibile per cercare di rendere più efficiente la funzione di controllo dell'organo sindacale. Questa stessa finalità appare, invero, efficacemente perseguibile con altri mezzi: la predisposizione di un congegno di nomina dell'organo di controllo idoneo ad assicurare alla minoranza la scelta di un membro del collegio sindacale o del sindaco unico»); come già rilevato (cfr. *supra*, n. 594) l'art. 2368, co. 1 c.c. stesso contemplava peraltro la possibilità che l'atto costitutivo stabilisse «per la nomina alle cariche sociali [...] norme particolari»: rileva AMBROSINI S. – *Art. 148. Composizione*, in G. Cottino (diretto da), *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, Torino, UTET, 1999, p. 266, come fosse frequente l'introduzione statutaria di norme particolari volte a temperare l'operatività del principio di maggioranza nella nomina di amministratori e sindaci; cfr. però TEDESCHI G. U. – *Il collegio sindacale*, *cit.*, p. 54, quanto ai limiti all'autonomia statutaria, che l'Autore individua nel principio secondo cui la nomina del collegio è demandata alla volontà comune dei soci (per cui sarebbero inammissibili la designazione o la nomina riservate in tutto o in parte a una categoria di azionisti). Il meccanismo del voto di lista veniva per la prima volta reso obbligatorio dalla L. 30 luglio 1994, n. 474 sulle società privatizzande che operano nei settori bancario, assicurativo e dei pubblici servizi.

<sup>(662)</sup> Segnalava a pochi mesi dall'entrata in vigore del Testo Unico della Finanza DE ANGELIS L. – *Il controllo dei sindaci sull'amministrazione delle società quotate*, in *Le società*, 1999, p. 13, come si fosse «manifestata una diffusa tendenza a ridurre a tre il numero dei sindaci effettivi delle società quotate i cui collegi sindacali erano in precedenza composti da cinque membri effettivi e ciò segnatamente per non consegnare alla minoranza il diritto di nominare due sindaci effettivi (*ex art. 148, secondo comma*) che potrebbero, all'occorrenza condizionare pesantemente il funzionamento dell'assemblea, del consiglio d'amministrazione e del comitato esecutivo e, con ciò, la vita stessa della società.».

membri»<sup>(663)</sup>; in particolare, è necessario sottolineare come tale soggetto non sia stato concepito quale sindaco *di* minoranza, inteso quale portatore delle istanze proprie di coloro che l'hanno nominato<sup>(664)</sup>, come d'altronde i sindaci nominati dalla maggioranza (prima del 1998 tutti i sindaci) non devono, perlomeno teoricamente, tutelare le ragioni della maggioranza, ed una volta nominati devono dimostrarsi indipendenti (l'indipendenza, come già si è rilevato, costituisce un carattere connaturato alla figura del sindaco così come tratteggiata dal legislatore, ed è indispensabile, in ragione dei compiti demandatigli), anche rispetto a coloro che li hanno nominati, non avendo alcun dovere di allinearsi sulle posizioni di questi ultimi; in confronto agli amministratori, che hanno un ruolo spiccatamente *politico* (sostanziantesi nella prerogativa di prescegliere l'indirizzo gestionale da imprimere alla compagine), il collegio sindacale ha dei compiti maggiormente "oggettivi", caratterizzati da un decisamente minore tasso di discrezionalità, e non avrebbe quindi senso concepire il perseguimento di differenti possibili istanze nell'esercizio del controllo di legalità<sup>(665)</sup>. L'esplicitazione dell'indipendenza del sindaco nominato rispetto al proprio nominante è confermata

---

<sup>(663)</sup> Così CAVALLI G. – *Art. 148 – Composizione, cit.*, p. 1219; secondo TANTINI G. – *L'indipendenza dei sindaci, cit.*, p. 93 (e cfr. anche p. 99), il componente minoritario costituisce «garanzia di pluralismo (di diversificazione) e, in definitiva, anche di indipendenza»; la figura del sindaco di minoranza, infatti (*Id.*, p. 35) «non ha lo scopo di realizzare (nel collegio) una rappresentanza di interessi diversi (e magari contrapposti) da quelli della maggioranza. Si vuole, invece, che i membri del Collegio non siano tutti nominati dalla maggioranza, non abbiano cioè una sola fonte di elezione, ma ne abbiano due, e quindi la minoranza dei sindaci provenga da una diversa fonte elettiva, perché questo rappresenta (anche) una maggiore garanzia di indipendenza.»

<sup>(664)</sup> *Contra*: VALENSISE P. – *La disciplina del collegio sindacale*, in Patroni Griffi A., Sandulli M., Santoro V. (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino, Giappichelli, 1999, p. 1029, ravvisa l'ambiguità del Testo Unico, ove «rafforza l'autonomia e l'indipendenza del collegio sindacale (si veda, ad esempio, l'art. 148, 3° comma, che, in tal senso, migliora il precedente art. 2399 c.c.), nell'ottica di configurarlo come organo *super partes* e, al tempo stesso, istituzionalizza la figura del sindaco di minoranza, accogliendo così l'idea dei sindaci come diretta espressione dei gruppi assembleari che li nominano, della maggioranza e della minoranza; essi sono cioè sindaci di parte, inquadrabili quindi in una ottica di tipo endosocietario.»; accenti critici quanto alla scelta di «riservare un "rappresentante" della minoranza all'interno del collegio sindacale» traspaiono anche dal pensiero di MORERA U. – *Il presidente del collegio sindacale, cit.*, p. 119, *sub* n. 12. Rileva invece giustamente TANTINI G. – *L'indipendenza dei sindaci, cit.*, p. 94, che «ritenere che i sindaci di maggioranza e di minoranza debbano sentirsi legati ai gruppi di azionisti che li hanno eletti e siano, in definitiva, portatori di aspirazioni o istanze di parte conduce inevitabilmente a negare in radice l'indipendenza del collegio sindacale». Merita infine di essere segnalata la posizione di DE ANGELIS L. – *L'esercizio del controllo sulle società di capitali: controllo contabile e controllo legale dei conti, cit.*, p. 12, secondo cui «Presumere che un sindaco possa essere *occhio della minoranza*, e quindi controllore più attento degli altri, porterebbe a commettere lo stesso errore che si commette pensando che i sindaci siano prони al volere dell'azionariato di controllo, da cui, al pari di quella degli amministratori, promana la loro nomina. Nella pratica ciò accade, e neppure troppo raramente, ma ciò non significa che non sia un errore.»: la patologia, in altri termini, viene correttamente riconosciuta, ma se ne desumono non altrettanto condivisibili conseguenze quanto alla valutazione del possibile apporto positivo legato alla disomogeneità sul piano della provenienza dei componenti dell'organo.

<sup>(665)</sup> Avendo infatti il collegio sindacale una funzione prevalentemente tecnica, mal si presta a valutazioni in un'ottica di maggioranza o minoranza: è questo il condivisibile rilievo di TANTINI G. – *L'indipendenza dei sindaci, cit.*, p. 94; e cfr. anche *Id.*, p. 34, ove si afferma che «non vi sono sindaci di maggioranza e sindaci di minoranza (intese almeno come rappresentanza di interessi) nel significato sostanziale del termine, perché i sindaci devono tutti operare nell'interesse esclusivo dell'impresa, interesse (sociale) che deve essere valutato in modo oggettivo. [...] una volta assunta la carica, i sindaci sono chiamati a svolgere funzioni (controllo di legalità, giudizio di adeguatezza delle strutture aziendali, ecc.) che non sembrano dare, in sé, spazio a valutazioni di maggioranza o minoranza.».

peraltro dalle previsioni di cui al Codice di Autodisciplina (pr. 10.P.2.), ai cui sensi «I sindaci agiscono con autonomia ed indipendenza anche nei confronti degli azionisti che li hanno eletti.»<sup>(666)</sup>. La previsione della partecipazione delle minoranze all'elezione del collegio sindacale non si prefigge perciò l'obiettivo di introdurre un elemento di conflittualità nell'organo di controllo, ovvero di "istituzionalizzare" in esso il fisiologico dissidio tipico della dialettica assembleare<sup>(667)</sup>:

---

<sup>(666)</sup> Il commento al principio 10 (p. 42), chiarisce che «[...] i sindaci, dovranno operare esclusivamente nell'interesse sociale e per la creazione di valore per la generalità degli azionisti. Pertanto i sindaci indicati o eletti da maggioranza o minoranza non sono "rappresentanti" delle stesse nell'ambito del collegio, né tantomeno sono legittimati a trasmettere informazioni all'esterno, ed in particolare ai soci che li hanno eletti.». Il criterio applicativo 10.C.2. precisa che il concetto di indipendenza richiamato per i sindaci è il medesimo utilizzato in tema di indipendenza degli amministratori: a tal proposito, il principio 3.P.1. considera indipendenti gli amministratori non esecutivi che «non intrattengono, né hanno di recente intrattenuto, neppure indirettamente, con l'emittente o con soggetti legati all'emittente, relazioni tali da condizionarne attualmente l'autonomia di giudizio.». La *guidance* a quest'ultimo principio individua (commento, p. 23) alcune ipotesi, che espressamente chiarisce essere presunzioni relative, non esaustive né vincolanti per il consiglio di amministrazione, «che potrà adottare, ai fini delle proprie valutazioni, criteri aggiuntivi o anche solo parzialmente diversi da quelli sopra indicati, dandone adeguata e motivata comunicazione al mercato.»; il pr. 3.P.2. chiarisce come l'indipendenza non sia intesa come un carattere staticamente presente in un soggetto, in quanto prevede la periodica valutazione della sua persistenza. Detta valutazione viene però demandata al consiglio di amministrazione, che ne comunicherà successivamente gli esiti al mercato: soluzione quest'ultima la cui applicazione ai sindaci andrebbe meglio determinata, anche se pare ragionevole che sia, specularmente, lo stesso organo di controllo, e non il consiglio di amministrazione, a darne conto.

<sup>(667)</sup> In proposito, la *Relazione al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, disponibile in F. Bonelli, V. Buonocore, F. Corsi, R. Costi, P. Ferro-Luzzi, A. Gambino, P.G. Jaeger, A. Patroni Griffi (a cura di), *La riforma delle società quotate – Atti del convegno di studio. S.M. Ligure, 13-14 giugno 1998*, Milano, Giuffrè, 1998, p. 447, sub art. 151. *Composizione del collegio sindacale* (dopo l'esame delle Commissioni Parlamentari, l'Ufficio Legislativo del Ministero del Tesoro provvede al riordino e alla rinumerazione dell'articolato normativo originale, cui fa riferimento la relazione accompagnatoria), così chiariva: «In attuazione dei principi della delega legislativa il comma 2 prevede che l'atto costitutivo delle società assicuri la presenza nell'organo di controllo di uno o più sindaci eletti dalla minoranza. È sembrato più consono, sul piano dell'opportunità, prevedere la presenza dei rappresentanti delle minoranze nella compagine del collegio sindacale, più che nell'organo di gestione; l'auspicio è che ne risulti rafforzata l'indipendenza della funzione di controllo e venga stimolato il ruolo attivo di disciplina degli investitori istituzionali.». Il punto, assolutamente condivisibile, è considerato pacifico dalla maggior parte della dottrina: cfr., *inter alios*, AMBROSINI S. – *Art. 148. Composizione, cit.*, p. 266, secondo cui «Deve escludersi che il sindaco o i sindaci di minoranza possano agire come mandatari dei soci estranei al gruppo di controllo e comunque come portatori di un loro interesse distinto da quello sociale.»; nello stesso senso cfr. CAVALLI G. – *Art. 148 – Composizione, cit.*, p. 1214, secondo cui «si deve escludere [...] che sia stata sancita ed istituzionalizzata una sorta di *diversificazione di rappresentatività* all'interno del collegio»; conformemente, cfr. anche SALAFIA V. – *Il collegio sindacale nelle società quotate, cit.*, p. 258, secondo cui la presenza di sindaci nominati dalla minoranza risponde allo «scopo di stimolare la discussione e la riflessione sui vari temi di competenza dell'organo in modo che si tenga conto di punti di vista diversi o addirittura contrari; naturalmente questa nuova struttura dell'organo di controllo non ne sminuisce l'indipendenza, dato che i sindaci cosiddetti di minoranza non sono rappresentanti partigiani di un interesse diverso da quello espresso dalla maggioranza, ma solo strumenti di possibile elaborazione di idee diverse dirette a confrontarsi con le altre che in seno all'organo si manifestano.», nonché MARCHETTI P. – *Osservazioni sui profili societari della bozza di TU dei mercati finanziari, cit.*, p. 142, e RORDORF R. – *Il nuovo sistema dei controlli sindacali nelle società per azioni quotate, cit.*, p. 241, secondo cui «Resta comunque fermo che i sindaci, in qualsiasi modo eletti, sono destinati ad operare come organo indipendente a garanzia della legalità e della correttezza della gestione sociale. Sono cioè pur sempre chiamati ad operare nell'interesse della società, senza vincoli di mandato che li leghino alla minoranza piuttosto che alla maggioranza da cui siano stati designati.»; POLI S. – *Art. 148. Composizione, cit.*, p. 259, sottolinea come appaiano sopravvalutati i rischi, paventati da una parte minoritaria della dottrina, di un aumento della conflittualità interna al collegio e di un "attivismo di parte" dei sindaci nominati dalla minoranza, anche in ragione dei limiti alle prerogative individuali dei sindaci. Vanno però segnalate le posizioni contrarie di MAZZONI A. – *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giur. Comm.*, 1998, p. 489/I («Personalmente avrei preferito che il legislatore del Testo Unico si fosse astenuto dall'introdurre una norma, l'art. 148, comma 2, che impone alla società quotata di dotarsi di clausole statutarie volte ad assicurare che almeno un sindaco su tre, o almeno due se il numero dei membri è superiore a tre, siano eletti dalla minoranza. Si tratta di una scelta forse realistica per rompere con le esperienze del

l'organo resta un *unicum* che agisce con una sola voce <sup>(668)</sup>, dotato di poteri che vengono esercitati in larga misura collegialmente – salve alcune più limitate prerogative attribuite a un numero inferiore di componenti, quand'anche non ai singoli sindaci – e soggetto alle correlative responsabilità, le quali sono tendenzialmente responsabilità assunte su base paritetica da tutti i membri <sup>(669)</sup>.

È altresì evidente che un'effettiva indipendenza dei sindaci dalla maggioranza non veniva percepita come sussistente, né dalla dottrina, né tantomeno dal legislatore del 1998: la stessa introduzione del sindaco di minoranza testimonia il fatto che l'assetto precedente fosse stato considerato deficitario – potendo perlomeno potenzialmente dare luogo a una concreta situazione di *non-indipendenza* – e che necessitasse di un correttivo. L'idea di fondo del legislatore sembra essere quella, condivisibile, per cui la composizione eterogenea del collegio, prevedendo la presenza di sindaci non riconducibili alla maggioranza assembleare, garantisca un maggior tasso d'indipendenza dell'organo <sup>(670)</sup>; il che equivale ad ammettere che il collegio, teoricamente

---

passato, ma che nondimeno ritengo non coerente con il dichiarato proposito di connotare più fortemente i sindaci come custodi *super partes* della legalità.», nonché di DE ANGELIS L. – *Il controllo dei sindaci sull'amministrazione delle società quotate*, cit., p. 12, il quale ravvisa un'incongruenza nel «fatto che il collegio dovrebbe garantire con la massima indipendenza di giudizio, gli interessi della società nel suo complesso e non quella di singole componenti della compagnia (*scilicet* compagine) societaria»; secondo PARRELLA F. – *Art. 148*, cit., p. 782, l'introduzione del sindaco di minoranza «sembra dar luogo ad una rottura dell'unitarietà del sistema, in quanto postula un conflitto tra maggioranza e minoranza che non dovrebbe essere astrattamente ipotizzabile all'interno di un organo deputato alla tutela dell'interesse superiore (rispetto a quelli della maggioranza o della minoranza) alla correttezza del funzionamento della società, a garanzia di tutti i soci indistintamente, dei terzi che entrano in contatto con la società e del mercato in generale»; cfr. inoltre MAIMERI F. – *Art. 148*, in G. Alpa, F. Capriglione (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, CEDAM, 1998, p. 1367, il quale, dopo aver riferito che la principale obiezione all'attribuzione della nomina di un sindaco alla minoranza «finisce per disconoscere l'indipendenza da sempre ritenuta caratterizzante del collegio, dividendolo fra esponenti della minoranza ed esponenti della maggioranza», sottolinea che «Invero, la questione non è tanto disconoscere nell'ambito del collegio la divisione di cui si è detto, quanto verificare se una simile dicotomia non sia ora giustificabile, attese le diverse competenze attribuite ai sindaci ed il ruolo di collaboratore propositivo, piuttosto che di controllore occhiuto, del consiglio.».

<sup>(668)</sup> Ne è la riprova il fatto che i soci non possono prendere liberamente visione del libro delle riunioni e delle deliberazioni del collegio sindacale, e solo da quest'ultimo risulta l'eventuale verbalizzazione del dissenso espresso dai sindaci contrari all'adozione delle delibere collegiali. Cfr. però CAVALLI G. – *I sindaci*, cit., p. 91, secondo cui «può concedersi [...] che il contenuto di detto verbale possa essere poi portato a conoscenza dell'assemblea, allo scopo di informare compiutamente i soci del contrasto insorto in sede collegiale.».

<sup>(669)</sup> Ciò naturalmente non significa affermare che la responsabilità dei sindaci sia oggettiva: ai sensi dell'art. 2407, co. 2 c.c. i sindaci andranno esenti da responsabilità per *culpa in vigilando* nel caso in cui abbiano vigilato «in conformità degli obblighi della loro carica»: il dissenso rispetto all'adozione di una delibera o al compimento di una data operazione verbalizzato nel libro delle adunanze e deliberazioni del collegio vale a esimere dunque dalla sanzionabilità ai sensi degli artt. 2393 ss. c.c. Quanto all'eventuale sindaco assente, si rileva che su questi incomberà sempre l'onere di informarsi sullo svolgimento della riunione, quindi permarrà un dovere di vigilanza, e al contrario non si configurerà mai la sua automatica esenzione dalla responsabilità.

<sup>(670)</sup> JAEGER P.G., MARCHETTI P. – *Corporate governance*, in *Giur. Comm.*, 1997, p. 635/I, chiariscono sin dal principio che «la nomina di rappresentanti della minoranza nell'organo di controllo [...] risponde allo scopo di assicurare una maggiore indipendenza e autonomia ai sindaci.»; MONTALENTI P. – *Corporate governance: la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate*, in *Giur. Comm.*, 1998, p. 337/I, parla della figura del sindaco "minoritario" come di

composto da soggetti indipendenti, realmente indipendente non è <sup>(671)</sup>, e conferma che le ipotesi di ineleggibilità e decadenza da sole non sono sufficienti – né tantomeno lo sono i requisiti in tema di professionalità – a determinare l'indipendenza dei singoli sindaci, e attraverso questa, assicurare l'autonomia del collegio sindacale rispetto a possibili ingerenze dei soci <sup>(672)</sup>.

\* \* \*

L'art. 148 veniva più volte modificato, dapprima da parte dell'art. 2 della Legge sulla tutela del risparmio, che andava ad attribuire alla Consob il compito di stabilire le modalità di elezione di un (solo) membro del collegio sindacale da parte della minoranza <sup>(673)</sup>; successivamente dall'art. 3,

---

uno strumento di «autotutela delegata» della minoranza: «In effetti pare ragionevole leggere la norma come disposizione meramente diretta a garantire una maggiore indipendenza dei sindaci dal gruppo di controllo, riprendendo, per così dire, in chiave privatistica e contrattualistica l'idea contenuta nel progetto De Gregorio, della nomina esterna del Presidente del collegio sindacale, senza che con questa debbano ritenersi modificati funzioni e poteri, che dovranno pur sempre essere esercitati, da tutti i membri, nell'interesse della società.» (il Progetto De Gregorio prevedeva infatti di affidare la nomina del presidente del collegio sindacale all'organo amministrativo di vigilanza); anche MARCHETTI P., MAGNANI P. – *Art. 148 – Composizione, cit.*, p. 1664, riprendendo le considerazioni del primo Autore affermano che «Per quanto, pertanto, si tema che i sindaci eletti dalla minoranza operino nell'interesse dei soci che li hanno eletti, si condivide sostanzialmente l'opinione che la norma vada interpretata come 'diretta a garantire una maggiore indipendenza dei sindaci dal gruppo di controllo'». AMBROSINI S. – *Art. 148. Composizione, cit.*, p. 267, ritiene che la riserva di uno o più sindaci alle minoranze sia orientata a «due diverse finalità: garantire un più alto grado di indipendenza all'istituto sindacale e approntare uno strumento di tutela delle minoranze; anche se poi, in realtà, l'una istanza finisce sostanzialmente col risolversi nell'altra, dal momento che è proprio attraverso una maggiore indipendenza dei sindaci che si attenua il “cordone ombelicale” tra controllori e controllati, realizzandosi così (anche) l'interesse di chi, in quanto minoranza, non siede nella “stanza dei bottoni”». Secondo CAVALLI G. – *Art. 148 – Composizione, cit.*, p. 1215, «La *ratio* diretta della norma [...] dev'essere individuata nell'intento di rafforzare l'autonomia del collegio e la sua imparzialità nell'esercizio delle funzioni di controllo, attraverso una composizione dell'organo un po' meno omologata rispetto a quella che scaturirebbe dalla mera applicazione dei tradizionali principi maggioritari, con la conseguente accentuazione di un processo virtuoso di confronto e di dialettica interna [...]. La presenza nel collegio di soggetti nominati da azionisti diversi da quelli che nominano gli altri membri, in definitiva, persegue l'obiettivo di consentire un più confacente esercizio delle funzioni [...] pur sempre visualizzato nell'ottica di tutela di un interesse comune e non di quello appartenente a questo o a quel gruppo di soci.»; anche POLI S. – *Art. 148. Composizione, cit.*, p. 254, ritiene che l'attribuzione del potere di nomina alle minoranze attenni «il vincolo genetico dei componenti dell'organo con la maggioranza che provvede a nominare gli amministratori rafforzando, in tal guisa, l'indipendenza del collegio sindacale e, presumibilmente, l'efficienza dell'attività di vigilanza demandatagli.» (nello stesso senso, cfr. anche la n. 69, p. 256, in particolare a p. 257).

<sup>(671)</sup> DOMENICHINI G. – *Il sistema dei controlli*, in Aa. Vv., *Dalla riforma Draghi alla riforma delle società non quotate – Atti del convegno*, Alba, 21 novembre 1998, in *Le società*, 1999, p. 794, correttamente sottolinea che «Particolarmente condivisibile risulta questa scelta [di prevedere l'introduzione del sindaco di minoranza], non tanto per attribuire a questo organo di controllo una rappresentatività di diversi interessi, quanto, piuttosto, per favorire una composizione che accentui i profili di indipendenza dell'organo stesso dall'organo di gestione che è invece certamente espressione della maggioranza.» Secondo CAMPOBASSO G.F. – *Diritto commerciale*, VIII ed., p. 409: «la presenza di sindaci eletti dalla minoranza offre maggiori garanzie di effettivo svolgimento del controllo».

<sup>(672)</sup> In altri termini, l'introduzione del componente nominato dalla minoranza può essere considerata quale un ulteriore baluardo a tutela dell'indipendenza dell'organo, che nel dubbio era opportuno erigere, nonostante questo fosse (teoricamente) superfluo, stante l'asserita indipendenza dei sindaci dalla maggioranza.

<sup>(673)</sup> Cfr. art. 144-*quinquies* ss. Reg. emittenti; come già rilevato (cfr. in particolare, *supra*, par. 1.3), la Legge sulla tutela del risparmio introduceva peraltro un'analoga disposizione (art. 147-*ter*, co. 3 TUF) relativamente all'organo gestorio, disponendo che alla minoranza spetta anche la nomina di un amministratore. La modifica della norma che demandava allo statuto la determinazione delle modalità di elezione del componente espresso dalla minoranza va naturalmente

co. 14, d.lgs. 303/2006 che introduceva il meccanismo del voto di lista per la nomina dei sindaci, e imponeva che non vi fossero collegamenti tra gli azionisti di minoranza e i soci che hanno presentato o votato la lista risultata essere di maggioranza <sup>(674)</sup>; l'art. 3 del d.lgs. 27/2010 introduceva infine il richiamo al neointrodotta art. 147-ter, co. 1-bis, che va a disciplinare le modalità di presentazione delle liste per l'elezione dei componenti del consiglio di amministrazione. Tali innovazioni erano chiaramente finalizzate a perfezionare il meccanismo di nomina e a donare una maggiore effettività al diritto attribuito alla minoranza, demandando (L. 262/2005) alla Consob la disciplina del procedimento di elezione <sup>(675)</sup>, vietando (D.lgs. 303/2006) il fenomeno delle liste-civetta collegate alla maggioranza, e introducendo (D.lgs. 27/2010) ulteriori regole, specie in tema di deposito delle liste e titolarità minima delle partecipazioni per la loro presentazione <sup>(676)</sup>. Rispetto

---

salutata con favore, in quanto nel vigore della regola originaria era possibile che «la clausola adottata in concreto appa[r]isse solo formalmente capace di assicurare il perseguimento delle finalità individuata dal legislatore»: così BIANCA M. – *Brevi riflessioni sulle clausole statutarie in tema di nomina dei sindaci di minoranza nelle società quotate*, in Riv. Dir. Comm., 2000, p. 646: l'Autore era peraltro, condivisibilmente, favorevole all'estensione del giudizio di omologazione (allora necessario) da parte del tribunale anche al merito della clausola statutaria, così da valutarne l'effettiva idoneità della stessa ad assicurare la nomina di almeno un sindaco effettivo da parte della minoranza.

<sup>(674)</sup> «il voto di lista può offrire maggiori garanzie di effettiva indipendenza di almeno una parte dei consiglieri dal soggetto di controllo»: così, in tema di elezione dell'organo gestorio col voto di lista, BELCREDI M. – *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza e dintorni*, cit., p. 862. Nel vigore del testo originario della norma, FAZZUTTI E. – *La nomina dei sindaci nelle società 'quotate' (e non)*, in Giur. Comm., 2000, p. 37/I, riteneva che «non vi è nulla di anomalo né di contrastante con la *ratio* dell'art. 148, comma 2°, t.u. fin., pertanto, nel fenomeno dell'accaparramento, grazie ad un voto diversificato, di tutti i sindaci da parte di coloro che avrebbero altrimenti votato compatti, in quanto aderenti ad un "sindacato di controllo"»: tale posizione, benché astrattamente plausibile in quanto consentita dal tenore letterale della norma, non appariva invero condivisibile proprio in ragione della *ratio* dell'istituto.

<sup>(675)</sup> La prima formulazione dell'art. 148 demandava di fatto alla società stessa la scelta della misura in cui garantire tale diritto alla minoranza: nel vigore del testo originario infatti, la partecipazione della minoranza alla nomina del collegio sindacale era subordinata all'introduzione nello statuto di regole positive tese a disciplinare i meccanismi di elezione, e nulla era previsto per il caso in cui l'atto costitutivo non avesse provveduto a dettare la relativa disciplina; l'attribuzione allo statuto dell'onere di predisporre le clausole necessarie ad assicurare l'elezione di un membro effettivo da parte della minoranza presentava inoltre il rischio che le maggioranze dettassero regole che concretamente privassero le minoranze del potere di nomina (ad esempio prevedendo per la presentazione di candidati soglie minime di detenzione molto elevate), o ne disincentivassero comunque la partecipazione. La conferma dell'avvertita necessità da parte del legislatore di donare effettività alla regola giunge dalla Relazione illustrativa al D.lgs. 303/2006 (citata in Consob – *Regolamento emittenti – Nomina dei componenti degli organi di amministrazione e controllo (artt. 147-ter, comma 1 e 148, comma 2, del TUF)* – *Documento di consultazione*, 23 febbraio 2007, disponibile all'indirizzo [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori\\_preparatori/consultazione\\_emittenti\\_20070223\\_1.htm?hkeywords=&docid=0&page=0&hits=4](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_emittenti_20070223_1.htm?hkeywords=&docid=0&page=0&hits=4), p. 3 del documento .pdf), secondo cui «La legge n. 262/2005, prendendo atto del fatto che, nonostante l'espressa previsione del Tuf, nel collegio sindacale di ben poche società quotate è presente un componente di minoranza, ha attribuito alla Consob di definire con regolamento le modalità per garantire ai soci di minoranza la nomina di almeno un sindaco effettivo.». *Contra*, merita segnalare la posizione di MONTALENTI P. – *Il sistema dei controlli interni nelle società di capitali*, cit., p. 301, secondo cui «Non convince [...] la sottrazione all'autonomia privata a favore della Consob della previsione di modalità idonee ad assicurare che un membro effettivo del collegio sia eletto dai soci di minoranza, così come la riserva ad essi della nomina del presidente del collegio sindacale, perché non vi è ragione di introdurre meccanismi dirigitici di supplenza alla mancata o carente attivazione dell'autonomia privata in questo campo.».

<sup>(676)</sup> Ai sensi dell'art. 147-ter TUF, co. 1 la determinazione della quota minima di partecipazione richiesta per la presentazione delle liste viene demandata allo statuto, ma la discrezionalità statutaria è limitata, non potendo superare la misura determinata dalla legge o dalla Consob.

al testo originario, è ora previsto che alla minoranza spetti, indipendentemente dal numero di componenti del collegio, l'elezione di un solo sindaco effettivo <sup>(677)</sup>, ma è sicuramente legittimo, benché di improbabile accadimento, che lo statuto possa contemplare la presenza in collegio di un numero maggiore di sindaci "minoritari" <sup>(678)</sup>.

\* \* \*

È doveroso domandarsi se la partecipazione della minoranza alla nomina del collegio sindacale, così come disciplinata dal riformato art. 148, co. 2 TUF, sia idonea ad assicurare l'indipendenza dell'organo, affidandosi necessariamente, ancora una volta, ad una valutazione prognostica. La concreta portata dell'introduzione della designazione di (almeno) un sindaco da parte della minoranza andrebbe infatti verificata empiricamente su di un campione di società quotate <sup>(679)</sup>: in particolare, sarebbe di grande interesse comprendere se l'acquiescenza

---

<sup>(677)</sup> La dottrina ha unanimemente e correttamente dedotto che la previsione implicitamente attribuisca alla minoranza la possibilità di nominare altresì un supplente, che andrà a sostituire il sindaco effettivo in caso di prematura cessazione di questi dall'ufficio: cfr. in tal senso, per tutti, AMBROSINI S. – *Art. 148. Composizione, cit.*, p. 270. La ragione di tale irrigidimento della disciplina rispetto alla previsione del 1998 (ovvero la disposizione che contempla la presenza di un solo sindaco espresso dalla minoranza, indipendentemente dal numero di soggetti di cui è composto il collegio, e l'eliminazione della possibilità che lo statuto preveda, nei collegi formati da più di tre membri, la presenza di un numero di sindaci superiore a due) non è stata mai espressamente palesata: probabilmente essa deve individuarsi nell'aver voluto introdurre un maggiore tasso d'imperatività, coerentemente con la scelta di demandare la disciplina dell'elezione della componente minoritaria del collegio alla Consob, più che nel timore che più sindaci minoritari potessero utilizzare abusivamente le proprie prerogative; un'altra possibile ragione è altresì individuabile nella volontà di favorire una crescita dimensionale dell'organo, precedentemente scoraggiata dall'obbligo di demandare la nomina di due sindaci alla minoranza nei collegi composti da almeno quattro soggetti.

<sup>(678)</sup> Cfr. art. 144-*sexies*, co. 10, Reg. emittenti, e la stessa rubrica della norma, che parla di «Elezione *dei sindaci* di minoranza con voto di lista». Segnala però DE ANGELIS L. – *Il controllo dei sindaci sull'amministrazione delle società quotate, cit.*, p. 13, che «Molte società quotate hanno introdotto negli statuti una clausola che [...] prevede la nomina dei sindaci con il metodo c.d. del 'voto di lista' [...]. Tale clausola dispone tuttavia che, allorché venga a mancare un sindaco effettivo, gli subentri il supplente eletto nella stessa lista: con ciò violando la disposizione dell'art. 2401 c.c. a mente della quale 'in caso di morte, di rinuncia o di decadenza di un sindaco subentrano i supplenti in ordine di età'. La clausola statutaria in questione – ancorché omologata da alcuni tribunali – mi pare di dubbia legittimità, poiché contraddice ad una disposizione normativa in tema di composizione di un organo sociale che ritengo inderogabile. Poiché, peraltro, la *ratio* di tale clausola è comprensibile ed apprezzabile, sarebbe opportuno un intervento del legislatore che, disciplinando espressamente la nomina dei sindaci supplenti, valesse a ricondurla entro i binari della liceità.». Osserva peraltro, correttamente, BELCREDI M. – *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza e dintorni, cit.*, p. 868, che «in varie società l'elezione di sindaci in qualche modo riconducibili al sistema dei fondi [comuni d'investimento o pensione] è avvenuta in base a meccanismi che paiono evidenziare accordi preventivi con l'azionista di maggioranza. È noto nella letteratura e dalla prassi internazionale che l'attivismo degli investitori istituzionali prende prevalentemente la forma della *quiet negotiation*: il quadro risultante dall'applicazione del voto di lista nelle società maggiori è coerente con tale impostazione; d'altronde, in molti casi una contrapposizione in assemblea rischierebbe di essere inefficace. L'esistenza del voto di lista pare non essere stata – di fatto – un requisito necessario, né sufficiente per l'elezione di amministratori riferibili al sistema dei fondi.».

<sup>(679)</sup> Tale ricerca, che per ovvie ragioni non è stato possibile avviare contestualmente alla stesura della tesi, potrebbe rappresentare l'ideale prosecuzione del presente lavoro. Concretamente, sarebbe necessario individuare un campione di società quotate italiane e richiedere direttamente ai relativi collegi sindacali di poter accedere ai rispettivi libri delle adunanze e delle deliberazioni: non si nascondono le perplessità quanto alle possibilità di un atteggiamento collaborativo da parte degli organi di controllo, che potrebbero trincerarsi dietro a ragioni di riservatezza per negare

tradizionalmente (e si ritiene correttamente) ascritta all'organo di controllo risulti effettivamente mitigata dalla presenza nel collegio di sindaci che siano espressione delle minoranze, distinguendo tra il periodo antecedente (1998-2006) e quello successivo all'emanazione da parte della Consob della disciplina in dettaglio delle modalità di nomina del sindaco da parte della minoranza <sup>(680)</sup>: si dovrebbe allora verificare il grado di vitalità dell'organo, ovvero se il collegio sindacale si sia autonomamente attivato maggiormente rispetto al passato (per effettuare ispezioni e raccogliere informazioni, come anche per esercitare i propri poteri nei confronti dell'organo amministrativo), se le decisioni a cui esso sia pervenuto risultino più dettagliatamente motivate e se sia riscontrabile un minor numero di delibere assunte all'unanimità; in quest'ultimo caso andrebbe allora verificata la provenienza del sindaco o dei sindaci dissenzienti; sarebbe inoltre significativo verificare quanti statuti abbiano contemplato la presenza di un numero di sindaci espressi dalla minoranza che fosse superiore a quello (minimo) legislativamente previsto. Tali elementi sarebbero naturalmente solo indicativi, in quanto soggetti ad un'innumerabile serie di variabili, ma potrebbero rivelarsi forieri di dati estremamente interessanti sugli effetti della (sia pur limitata) introduzione dell'eterogeneità nella nomina del collegio sindacale.

Pur in mancanza di riscontri oggettivamente misurabili, pare comunque di dover dare una risposta negativa al quesito: è infatti vero che la previsione che demanda alla minoranza la nomina di un sindaco consente una struttura maggiormente composita dell'organo, nel senso che questo non costituisce più espressione della sola maggioranza; resta immutata però l'impossibilità di assicurare che, al di fuori delle ipotesi tipizzate di decadenza, non si venga a creare comunque un'ottica "clientelare" tra ciascun sindaco e i suoi elettori, a detrimento dell'indipendenza del collegio. In altri termini, l'aver modificato il sistema di nomina precedente perché ritenuto potenzialmente idoneo a insediare un collegio sindacale controllato dalla maggioranza, o comunque in rapporti tali con essa da privarlo dell'indipendenza, per sostituirlo con un meccanismo che designa un organo i cui membri restano comunque potenzialmente legati alla maggioranza, eccetto uno, che sarà a propria volta virtualmente controllabile dalla minoranza, non dà alcuna rassicurazione sulla maggiore indipendenza del collegio sindacale.

Il meccanismo di cui al nuovo art. 148, co. 2 TUF inoltre, stante il funzionamento dell'organo a maggioranza dei suoi membri, permette ai sindaci espressi dalla maggioranza

---

l'accesso; auspicabilmente, potrebbero essere meno problematico ottenere i soli dati relativi alle adunanze di collegi sindacali i cui membri non siano più passibili di divenire oggetto di un'azione di responsabilità.

<sup>(680)</sup> Cfr., *supra*, n. 599.

assembleare di operare sostanzialmente *inaudito altero sindaco, rectius* senza curarsi dell'eventuale dissenso di questi <sup>(681)</sup>: l'eventuale posizione di un sindaco contrario all'adozione di una delibera o al compimento di una determinata operazione sarà infatti verbalizzata nel libro delle adunanze e delle deliberazioni del collegio – del quale i soci non hanno peraltro la libera disponibilità – ma non inficerà la validità della decisione assunta dall'organo; in altri termini, il sindaco (in ipotesi, di minoranza) dissenziente non costituisce un reale ostacolo rispetto all'eventuale funzionamento distorto del collegio <sup>(682)</sup>.

In definitiva, la figura del sindaco espresso dalla minoranza si traduce esclusivamente nella presenza di un "osservatore" che vuole essere estraneo alle logiche degli altri sindaci e privo degli eventuali legami che potrebbero condizionare l'operato di questi ultimi, ma non conduce necessariamente a una maggior ponderazione o indipendenza di giudizio dell'organo. Al di fuori dei poteri di compiere atti d'ispezione e chiedere notizie agli amministratori, esercitabili singolarmente (che non si vuole in questa sede sminuire, ma che si ritiene debbano essere "contestualizzati" per coglierne l'effettiva portata), le altre prerogative del sindaco "minoritario" risultano infatti "sterilizzate" dalla previsione di meccanismi che demandano l'esercizio dei poteri al collegio o perlomeno ad almeno un numero di sindaci pari a due <sup>(683)</sup>: il sindaco "minoritario", in particolare, qualora rilevasse delle violazioni dei propri doveri da parte degli amministratori, come anche degli altri sindaci, e volesse renderne edotti i soci, non potrà esercitare il potere-dovere di convocazione dell'assemblea (per la quale è richiesto che si attivino almeno due sindaci <sup>(684)</sup>). Sarebbe stato

---

<sup>(681)</sup> CAVALLI G. – *Art. 148 – Composizione, cit.*, p. 1215, relativamente alla disciplina originaria, ma con considerazioni tuttora valide, segnalava che l'introduzione della componente "disomogenea" del collegio costituiva «una soluzione che [...] non intacca la prevalenza dei sindaci 'maggioritari' in tutte le iniziative di tipo collegiale».

<sup>(682)</sup> Realisticamente, dunque, la posizione del sindaco contrario all'adozione di una delibera rileverà esclusivamente nel caso in cui si sia verificato un danno alla società e sia in questione la responsabilità del collegio sindacale, per andare ad escluderne la responsabilità personale, naturalmente ove questi abbia fatto regolarmente constare (e verbalizzare) il proprio dissenso nel libro delle adunanze e deliberazioni del collegio, libro peraltro non consultabile da parte dei soci.

<sup>(683)</sup> Nel vigore del testo originario dell'art. 148 TUF, POLI S. – *Art. 148. Composizione, cit.*, p. 260, rilevava, a proposito delle prerogative a concreta disposizione dei singoli sindaci e quindi, in particolare, al (realisticamente unico) sindaco di minoranza, che «la mediazione fra le esigenze del gruppo di comando e quelle delle minoranze sembra essere stata effettuata in termini che risultano tutt'altro che punitivi per il primo.». Una posizione critica relativamente alla scelta del legislatore di vincolare la convocazione dell'assemblea all'iniziativa congiunta di almeno due sindaci è assunta da ALESSI R. – *Il rapporto dialettico tra collegio sindacale e soci, cit.*, p. 15, secondo cui «Se non è revocabile in dubbio che ciascuno dei sindaci deve essere permanentemente in possesso dei requisiti d'indipendenza e professionalità richiesti dalla legge e che il sindaco di minoranza non è affatto portatore di un interesse diverso da quello sociale (ossia giammai agisce quale mandatario della minoranza che lo ha eletto), allora non si comprende il motivo per il quale non sia stata giudicata sufficiente l'iniziativa individuale per abilitare l'appello all'assemblea.».

<sup>(684)</sup> Rileva correttamente ALESSI R. – *Il rapporto dialettico tra collegio sindacale e soci, cit.*, p. 15, che «nella generalità dei casi, il richiesto accordo di due sindaci per l'esercizio del potere di convocazione equivale (sostanzialmente) alla richiesta di un assenso proveniente dalla maggioranza dei componenti dell'organo». Come già precisato, è preferibile ritenere che la norma, nella sua formulazione attuale, non osti a che lo statuto possa prevedere

oltremodo opportuno invece garantire la concreta esperibilità di tale appello all'assemblea da parte della componente del collegio non riconducibile alla maggioranza, dal momento che gli altri significativi strumenti in possesso dell'organo di controllo – sia l'azione sociale di responsabilità che la denuncia al tribunale – possono essere utilizzati dal solo organo collegiale<sup>(685)</sup>: la prerogativa in parola veniva invero astrattamente accordata alla minoranza ai sensi del testo originale dell'art. 148, co. 2 TUF, ma la norma, formulata in modo da rendere la presenza di una pluralità di sindaci di minoranza statutariamente disponibile, ne aveva automaticamente e inesorabilmente segnato le sorti<sup>(686)</sup>.

La sensazione è dunque che il sindaco "minoritario" rappresenti una figura di compromesso, nata da un'intuizione commendevole, ma introdotta e poi modificata senza la dovuta convinzione da parte del legislatore<sup>(687)</sup>, che l'ha disciplinata conferendole degli strumenti di reazione insufficienti, e che in definitiva dà l'impressione di costituire tuttora poco più che un mero *maquillage*, idoneo a

---

l'attribuzione alla minoranza del potere di nominare più di un sindaco, ma tale evenienza, affidata a un'espressa opzione da parte della società, pare di poco probabile verificazione.

<sup>(685)</sup> *Contra*, ALESSI R. – *Il rapporto dialettico tra collegio sindacale e soci*, cit., p. 24 sottolinea la «marginale rilevanza dello strumento dell'appello all'assemblea», essendo quest'ultima dominata dalla stessa maggioranza che ha eletto gli amministratori: questa considerazione dovrebbe allora indurre il collegio a ricorrere immediatamente al rimedio della denuncia all'Autorità giudiziaria.

<sup>(686)</sup> La previsione secondo cui «Se il collegio è formato da più di tre membri, il numero dei membri effettivi eletti dalla minoranza non può essere inferiore a due.» non faceva altro che spingere, al momento della redazione dello statuto, la maggior parte delle compagini quotate a individuare in tre il numero dei componenti dell'organo, così che l'unico sindaco di estrazione minoritaria non potesse fare uso dei poteri riconnessi all'esercizio da parte di una minoranza qualificata di sindaci: rileva RIGOTTI M. – *Articolo 2397 – Composizione del collegio*, in F. Ghezzi (a cura di), *Collegio sindacale – Controllo contabile*, in P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, *Commentario alla riforma delle società*, Milano, Giuffrè, 2005, p. 9, che in ben poche società quotate si è registrata l'adozione di collegi sindacali con più di cinque membri, «anzi, l'obbligo di introdurre nello statuto clausole per consentire l'elezione di almeno due sindaci da parte delle minoranze, nei collegi sindacali formati da più di tre membri, è ritenuta essere una delle cause della scarsa presenza di collegi con più di tre membri»; anche ALESSI R. – *Il rapporto dialettico tra collegio sindacale e soci*, cit., p. 13, dà conto del fatto che «Il previgente obbligo di nominare almeno due sindaci di minoranza ove il collegio fosse stato strutturato con un numero di sindaci superiore a quello minimo era peraltro rimasto sostanzialmente sulla carta.». La successiva modifica della norma, attuata dalla l. 262/2005, se da un lato va salutata con favore per aver demandato alla Consob la determinazione delle modalità di elezione della componente del collegio espressa dalla minoranza, d'altro canto, nel favorire l'adeguamento numerico del collegio alle esigenze della società – prima evidentemente disincentivato proprio dalla necessità di nominare almeno due sindaci "di minoranza" nei collegi con più di tre componenti – senza prevedere imperativamente la presenza di più sindaci espressi dalla minoranza, segna un regresso sul piano delle garanzie di indipendenza dell'organo, proprio in quanto, nel caso i sindaci espressi dalla maggioranza si dimostrino ad essa asserviti, l'unico sindaco non ascrivibile ad essa non potrà fare uso di diritti incisivi quale quello di convocazione dell'assemblea, ex art. 151, co. 2 TUF.

<sup>(687)</sup> Critico sull'idoneità del nuovo assetto dei controlli a conferire efficienza all'istituto è QUAGLIOTTI L. – *La nomina dei sindaci: equilibrio strutturale e indipendenza sostanziale*, cit., p. 38, che parla della «cronica "timidezza" del legislatore rispetto all'annoso problema del deficit d'indipendenza degli esercenti le funzioni di controllo.», e afferma (*Id.*, p. 50) che «la salvaguardia del valore dell'indipendenza dei controllanti è stata storicamente assai flessibile e (sostanzialmente) emarginata anche nell'ambito dei recenti interventi legislativi.».

“mostrare” agli investitori che non sussiste il rischio di asservimento del collegio sindacale alla maggioranza assembleare.

\* \* \*

Ribadito quanto vi è di più logico, ovvero che qualora vi fosse stata la garanzia che i sindaci, una volta nominati, avrebbero improntato la propria condotta alla piena indipendenza, allora non si sarebbero posti problemi ad individuare i soggetti cui demandarne la nomina, è doveroso esplorare altre possibili alternative, ovvero verificare se il legislatore avrebbe potuto incardinare il soggetto nominante in altri che non la maggioranza (sia pur con il menzionato correttivo rappresentato dalla nomina di un sindaco da parte della minoranza), con migliori esiti. Andrà dunque valutato se, visto che pare impossibile garantire la piena rottura del legame tra nominanti e nominati, sia possibile – e opportuno – far sì che i sindaci non rispondano alla medesima maggioranza che ha nominato l’organo gestorio.

Per poter affrontare compiutamente questo compito, necessita di essere affrontato preliminarmente, sia pur per sommi capi, il tema della funzione del collegio sindacale nel contesto del governo societario, ovvero bisogna comprendere, alla luce della legislazione vigente, a quali interessi risponde l’istituzione dell’organo di controllo interno: la tematica relativa ai compiti del collegio sindacale è infatti fortemente interconnessa con il risalente, ultradecennale dibattito in tema di istituzionalismo e contrattualismo nel diritto societario, dibattito che si è già sottolineato essere oggi non più attuale, perlomeno ove lo si voglia impostare istituendo una contrapposizione radicale e manichea, essendo chiaro come le regole che disciplinano gli istituti del diritto commerciale costituiscono il portato di plurimi orientamenti e sono finalizzate ad altrettanto plurime esigenze non riconducibili al semplicistico schematismo in parola.

Teoricamente, qualora si intendesse sostenere che le prerogative attribuite all’organo di controllo siano finalizzate al perseguimento di obiettivi esclusivamente estranei a quelli dei soci, sarebbe allora sensato demandarne la nomina a soggetti anch’essi estranei alla società (quali lo Stato e le sue emanazioni o un’autorità indipendente); all’opposto, qualora si dovesse ritenere che i compiti del collegio sindacale rispondono a un interesse della sola società, coerentemente la designazione dei componenti dell’organo dovrebbe avvenire ad opera della società stessa e quindi, in applicazione del principio plutocratico, la nomina dei sindaci sarebbe concretamente appannaggio della maggioranza; ancora, si potrebbe voler sostenere che il collegio sindacale mira a tutelare la minoranza dall’operato degli amministratori espressi dalla maggioranza, e quindi

riservarne la nomina alla sola minoranza<sup>(688)</sup>; si potrebbe infine sostenere che i sindaci rispondano alle esigenze della sola società, ma che debbano essere nominati in parte dalla maggioranza e in parte dalla minoranza, sottraendone quindi la designazione alla rigida applicazione del principio maggioritario.

Per comprendere quali siano gli interessi tutelati dal controllo interno sulla gestione, è necessario prendere in esame gli strumenti di reazione di cui l'organo può valersi per far fronte alle violazioni riscontrate: le prerogative demandate al collegio sindacale permettono chiaramente di affermare che questo risponde al contempo a esigenze endosocietarie e ad *interessi altri*, esterni alla società<sup>(689)</sup>; sicuramente l'organo non è chiamato a tutelare i soli interessi dei soci attuali, e certamente non gli interessi dei soci che l'hanno nominato<sup>(690)</sup>. Se il collegio sindacale non persegue gli interessi della sola società, e quindi della maggioranza assembleare che va concretamente a declinare il contenuto di detti interessi, sarà allora possibile che la nomina dei componenti dell'organo di controllo venga parzialmente sottratta all'egemonia della maggioranza e ad un'ottica rigidamente plutocratica.

Al di là di qualsiasi valutazione sull'opportunità delle stesse, le deviazioni dal principio maggioritario puro nella designazione del collegio possono percorrere due differenti direzioni, entrambe astrattamente legittime: attribuire un ruolo preponderante alla minoranza o demandare la nomina dei sindaci, in tutto o in parte, a un soggetto esterno alla società. Per entrambe queste ipotesi di superamento della rigida applicazione del principio plutocratico sarà però necessario verificare se un collegio finalmente affrancato dall'"ombra" della maggioranza possa dimostrarsi realmente

---

<sup>(688)</sup> Secondo PARRELLA F. – *Art. 148, cit.*, p. 781, «Sembra legittima, peraltro, una clausola dell'atto costitutivo che riservi alla minoranza il potere di eleggere la maggioranza o addirittura la totalità dei sindaci effettivi (nonché di quelli supplenti), in quanto conforme ai criteri ispiratori della riforma.»

<sup>(689)</sup> Tale convincimento è ad oggi sostanzialmente unanime: a mero titolo esemplificativo merita menzionare le posizioni di TEDESCHI G. U. – *Il collegio sindacale, cit.*, p. 4, secondo cui «i sindaci svolgono la loro attività di controllo non solo a tutela dei soci, ma anche a tutela di interessi diversi, in qualche caso configgenti, più o meno direttamente, con quelli dei soci»

<sup>(690)</sup> Se da un lato la nomina, revoca, determinazione del compenso e delibera sull'eventuale responsabilità sono demandati all'assemblea dei soci – assemblea che costituisce peraltro il naturale interlocutore del collegio sindacale, per il caso in cui esso rilevi delle scorrettezze – evidenziano la matrice endosocietaria dell'organo di controllo, altre prerogative, *in primis* quella di poter impugnare le delibere assembleari illegittime pure nel caso in cui siano state adottate all'unanimità da tutti i soci (come anche la previsione di cui all'originario art. 2400, ccoo 1 e 2 c.c. 1942, attualmente contenuta nell'art. 2400, co. 2 c.c., secondo cui la revoca dei sindaci va deliberata solo per giusta causa e con l'approvazione del tribunale, sentito l'interessato; o ancora l'esperibilità dell'azione di responsabilità e della denuncia al tribunale, nonché la previsione della denunciabilità al tribunale dei soli amministratori, e non anche dei sindaci) sono lo specchio del fatto che l'organo di controllo interno è finalizzato anche a perseguire obiettivi ulteriori rispetto a quelli strettamente propri della società.

indipendente, o se invece rischi comunque di crearsi una perniciosa dipendenza di ciascun sindaco rispetto al proprio nominante, idonea a ingenerare effetti altrettanto, se non ancor più deleteri.

Relativamente alla prima opzione, ovvero quella di affidare la designazione del collegio sindacale o della maggior parte dei suoi membri alla minoranza assembleare, è doveroso rilevare come tale soluzione – che si ribadisce essere astrattamente legittima <sup>(691)</sup>, benché, lo si anticipa, sia concettualmente inopportuno pensare alla minoranza come ad un *unicum* omogeneo e costante nel tempo, essendo questa naturalmente frammentata, modulare e composita – garantirebbe sì il venir meno in radice di possibili, pericolosi legami tra la maggioranza e i sindaci, e quindi contribuirebbe a preservare l'indipendenza di questi ultimi rispetto agli azionisti che controllano la società, ma pare ad ogni modo sconveniente, in quanto potenzialmente ancor più deleteria: appare infatti azzardato affidare *in toto* o in misura comunque preponderante la nomina dell'organo di controllo a soggetti quali gli investitori che, essendosi storicamente dimostrati i meno interessati alla gestione della società e avendo tradizionalmente optato per un approccio apatico <sup>(692)</sup>, sulla carta non offrono garanzie della dovuta ponderazione nella delicata e importante individuazione dei candidati all'ufficio.

In secondo luogo, se si affidasse la nomina del collegio alla minoranza, l'originario problema della mancanza di garanzie dell'indipendenza del nominato rispetto al nominante non solo non verrebbe meno, ma si riproporrebbe anzi con ancora maggior drammaticità: qualora un collegio i cui membri fossero prescelti dalla minoranza non fosse autenticamente indipendente, esso potrebbe dare vita a una pericolosa contrapposizione con l'organo amministrativo, nominato dalla maggioranza, che potrebbe sfociare nell'ostruzionismo del primo, a detrimento del regolare funzionamento della società, o comunque il controllo del collegio rischierebbe di tradursi in un possibile strumento di ricatto a disposizione della minoranza. In altri termini, l'organo di controllo,

---

<sup>(691)</sup> Ritiene forse ammissibile una simile clausola AMBROSINI S. – *Art. 148. Composizione*, cit., p. 268, «Ed invero, sul presupposto che i sindaci devono appunto agire nell'interesse della società e non di singoli soci, non pare che una simile previsione finirebbe col fare della società un luogo di mercato tra poteri contrapposti.». Nello stesso senso, e in disaccordo rispetto alla soluzione elaborata dal Progetto De Gregorio, cfr. già FERRARA F. JR. – *Sguardo generale alla riforma delle società di capitali*, in Riv. Soc., 1966, p. 14, secondo cui «Se è giusto impedire che l'organo di controllo sia nominato dallo stesso gruppo di comando che dovrebbe esserne soggetto [...], non vi è nessuna ragione che l'organo sindacale non sia nominato dagli altri soci, come del resto avviene attualmente nella società in accomandita per azioni, e come nel progetto viene proposto pure per la società a responsabilità limitata.». *Contra*, condivisibilmente, CAVALLI G. – *I sindaci*, cit., p. 89, afferma che le opinioni che ritengono che la vera destinataria del controllo sindacale sia la minoranza «colgano nel segno ove intendano porre l'accento su determinate situazioni di fatto e sulle conseguenze di noti fenomeni degenerativi interni all'organizzazione della società per azioni, ma non possono venire accettate ove pretendano, invece, di istituzionalizzare questo collegamento, indicando nella tutela di essa minoranza la ragion d'essere dell'istituto.»

<sup>(692)</sup> Cfr., *supra*, cap. 2.

ove non indipendente, diverrebbe una sorta di contropotere rispetto al consiglio di amministrazione, che potenzialmente renderebbe la società ingovernabile. È appena il caso di ribadire invece come il collegio sindacale non sia stato concepito per essere un organo preordinato a contrastare il consiglio di amministrazione, in fisiologico conflitto con esso: indipendentemente dalla lettura sistematica che se ne voglia dare, il dovere del collegio sindacale è esclusivamente quello di controllare la legalità della gestione, senza alcuna possibilità di sindacare l'indirizzo *politico* proprio delle scelte gestorie (in questo senso si può affermare che esso è espressione di *necessità differenti*); quella di monitorare il corretto operato dei *managers* è d'altronde un'esigenza logicamente avvertita da tutti i soci, di minoranza come anche di maggioranza: appare di conseguenza coerente che il potere di nomina di coloro che dovranno effettuare tale controllo non sia appannaggio esclusivamente dell'una piuttosto che dell'altra, e che, quand'anche non venga conferito con un criterio rigidamente proporzionale <sup>(693)</sup>, per le ragioni suddette, alla maggioranza spetti comunque l'onere di nominare la preponderanza dei sindaci.

Pur ribadendo che quella che si sta tracciando è una ricostruzione dell'istituto che ne evidenzia le possibili derive patologiche, e che teoricamente i membri del collegio sindacale sono – e devono dimostrarsi – indipendenti rispetto a coloro che li hanno nominati, anticipando una considerazione che verrà ripresa *infra*, si rileva infine come ai sensi della disciplina legale attualmente in vigore l'esercizio di determinati poteri dell'organo di controllo sia sostanzialmente riservato ai soli sindaci espressione della maggioranza <sup>(694)</sup>, circostanza questa che non costituirebbe un problema nell'ipotesi in cui fosse assicurata la loro effettiva indipendenza, ma che, mancando tale ultimo presupposto, viene manifestamente a svalutare il valore dell'introduzione della figura del (singolo) sindaco nominato dalla minoranza.

\* \* \*

---

<sup>(693)</sup> Si è già sottolineato come la disciplina attualmente in vigore attribuisca la nomina di un sindaco alla minoranza indipendentemente da logiche proporzionali.

<sup>(694)</sup> Per il compimento della maggior parte delle operazioni dell'organo di controllo è infatti necessaria una delibera collegiale, o perlomeno la volontà di due sindaci, che in un'ottica patologica di contrapposizione tra sindaci di maggioranza e sindaco di minoranza vedrebbe il secondo sistematicamente impossibilitato ad esercitare molti dei poteri di cui è astrattamente contitolare.

È infine doveroso esplorare l'opportunità che la nomina, totale, preponderante o anche solo parziale, sia demandata ad un soggetto esterno alla società, segnatamente a un'autorità pubblica o a un'autorità indipendente <sup>(695)</sup>.

Quest'opzione, che perlomeno nella sua versione più estrema (eterodesignazione di tutti i sindaci, e conseguente nomina di soggetti estranei alla dialettica maggioranza-minoranza) avrebbe il pregio di sottrarre i sindaci dal potenziale controllo della maggioranza, ma anche di evitare il radicalizzarsi di conflitti all'interno del collegio, non pare tuttavia convincente: la prima delle due fattispecie (nomina pubblica) risulta passibile di conflitto con i valori propugnati dalla stessa Carta Costituzionale e comunque antistorica. La nomina pubblica è infatti difficilmente giustificabile alla luce del principio della libertà di iniziativa economica privata consacrato nell'art. 41 Cost., e potrebbe dare luogo ad inaccettabili tentazioni dirigistiche statali – peraltro chiaramente rigettate dal legislatore attraverso una serie di interventi succedutisi nel corso degli anni, volti a ridurre il ruolo dello Stato sul libero mercato in regime di concorrenza per renderlo tendenzialmente pari a quello degli altri attori – o comunque aprire le porte alla riproposizione in chiave aggiornata di un'esperienza dimostratasi fallimentare quale quella dell'ingerenza nazionale per il controllo sull'economia <sup>(696)</sup>.

---

<sup>(695)</sup> Favorevole all'esternalizzazione dei controlli societari è FERRI G. – *Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, cit., p. 35, il quale concludeva il noto saggio affermando (p. 55) che nelle società che fanno leva sul pubblico risparmio «un notevole passo avanti potrà essere compiuto sostituendo alla formula potere-responsabilità, una nuova formula che potrebbe riassumersi nel trinomio potere-pubblicità-controllo», intendendo quest'ultimo come controllo di matrice non necessariamente pubblicistica. L'Autore ritiene in particolare (ID. – *I controlli interni nelle società per azioni*, cit., p. 22) che l'ingerenza pubblica non si debba tradurre nel potere di contribuire alla nomina dell'organo di controllo interno: «Un organo della società non può che essere espressione dei soci attraverso i congegni previsti nell'ordinamento della società: si potranno anche prevedere congegni per cui una parte dei sindaci sia di nomina della minoranza, ma certo non si può ammettere che taluni di essi siano di nomina esterna. [...] il fatto che sulla impresa sociale incida una pluralità di interessi, quello dei creditori, quelli dei lavoratori, quello dei risparmiatori ecc., accanto a quello degli azionisti, può giustificare l'adozione di un sistema di controlli esterni, ma non può condurre all'inserimento nell'organizzazione interna della società, che è essenzialmente organizzazione degli azionisti, di elementi estranei». Anteriormente alla riforma del 2003-04, anche PIRAS A. – *L'organizzazione dei controlli interni ed esterni*, cit., p. 318 ss. denunciava l'inidoneità del collegio sindacale a garantire un adeguato controllo sullo svolgimento della vita sociale (*Id.*, p. 320: «ci troviamo di fronte a un organo ritagliato su e per un modello di società per azioni ormai superato (o che, forse, non ha mai avuto riscontro nella realtà)»), ed auspicava (p. 332) che si giungesse per tutte le società per azioni «ad affrancare l'organo interno dal mortificante ruolo di puro e semplice 'deviatore' verso l'assemblea, e ad attribuirgli una propria ed autonoma legittimazione gestoria», eleggendo a modello di riferimento il consiglio di sorveglianza proprio del sistema dualistico tedesco.

<sup>(696)</sup> GAMBINO A. – *Tutela delle minoranze*, in Bonelli F., Buonocore V., Corsi F., Costi R., Ferro-Luzzi P., Gambino A., Jaeger P.G., Patroni Griffi A. (a cura di), *La riforma delle società quotate – Atti del convegno di studio. S.M. Ligure, 13-14 giugno 1998*, Quaderno di Giur. Comm., Milano, Giuffrè, 1998, p. 145, definisce la concezione istituzionalistica forte come «sicuramente improponibile, sol che si consideri quanto l'idea di una funzionalizzazione dell'impresa a interessi superiori dell'economia e della nazione sia lontana dalla cultura liberale occidentale e dai fondamenti della costituzione italiana del 1948.».

Sia pure senza che si possa dare atto di una tendenza omogenea ed unidirezionale, l'indirizzo abbracciato dal legislatore è invece orientato dalla convinzione che la società per azioni sia e debba restare un prodotto dell'autonomia privata, la cui organizzazione dev'essere demandata quanto più possibile ai soci <sup>(697)</sup>; è dunque decisamente preferibile che le ingerenze statali si limitino allo stretto indispensabile per assicurare la concorrenza e la correttezza delle regole del libero mercato: prendendo le mosse dunque da quest'ottica suppletiva da parte dello Stato, e rilevato che gli interessi a cui il collegio sindacale deve fare fronte non sono esclusivamente pubblicistici, la nomina pubblica dei sindaci rappresenterebbe un'antistorica inversione di rotta, cui ricorrere eventualmente quale *ultima ratio*, solamente ove si sia rivelato vano ogni tentativo – la stessa introduzione della figura del sindaco “di minoranza” può essere letta come una soluzione di compromesso per non abbracciare derive istituzionalistiche – per donare efficacia al collegio sindacale preservando la nomina endosocietaria dei suoi componenti <sup>(698)</sup>; l'eterotutela rappresenterebbe sostanzialmente, in altri termini, un atto di resa ed un'ammissione di cronica inefficienza del controllo interno.

La nomina da parte di un'autorità indipendente appare decisamente più convincente, ma fermo restando che la concreta realizzazione di una simile opzione andrebbe vagliata con molta attenzione, anch'essa, per le ragioni ora esposte, costituirebbe una via astrattamente concepibile esclusivamente in funzione suppletiva, qualora dovesse essere dimostrata l'impossibilità di una nomina endosocietaria a designare un organo idoneo a perseguire gli obiettivi (non solo propri degli attuali soci) ad esso demandati. La nomina esterna implicherebbe inoltre il riconoscimento che

---

<sup>(697)</sup> Come giustamente rilevato da CAVALLI G. – *I sindaci, cit.*, p. 7, è certamente vero che l'art. 2368 consente allo statuto di prevedere norme particolari per la nomina dei sindaci, e dunque «temperare in varia guisa il principio maggioritario, ma non [può] giungere a sovvertire [il principio ritenuto fondamentale: cfr. *Id.*, p. 3] che riporta la nomina del collegio alla volontà comune dei soci.». Nonostante la pretesa di ritenere (*Id.*, p. 5) «che siano affidabili alla tutela di questo medesimo organo interessi diversi e, magari, configgenti con quelli del gruppo che l'ha prescelto» (cfr. *Id.*, p. 87: il «processo di progressivo allargamento dell'area degli interessi protetti riflette una comune contraddizione di fondo, che sembra aver segnato la storia dell'istituto sino dalla sua origine, collocando il collegio in una posizione ambigua, perennemente in bilico fra la sua matrice di stampo innegabilmente privatistico ed un ruolo sovraordinato di tutore imparziale della legge, affrancato dagli interessi particolari dei soci.»), la designazione dei sindaci sin dall'art. 183 cod. comm. resta ancorata alla visuale privatistica che configura la nomina dei sindaci come un affare interno alla società: «l'idea di affidare all'assemblea il potere di scelta appare coerente con un'impostazione che vede nei sindaci una sorta di fiduciari dei soci, posti a fianco degli amministratori per garantire l'aderenza dell'azione gestoria agli interessi degli azionisti» (*Id.*, p. 4). Tale impostazione risulta tuttora condivisibile anche in una prospettiva *de iure condendo*.

<sup>(698)</sup> Tale considerazione appare sostanzialmente condivisa unanimemente in dottrina: cfr. per tutti FERRARA F. JR. – *Sguardo generale alla riforma delle società di capitali, cit.*, p. 14, secondo cui «L'intervento dell'autorità giudiziaria (o dell'organo di vigilanza) si giustifica solo quando i diretti interessati non riescono a provvedere, è un mezzo per assicurare lo svolgimento del rapporto sociale, altrimenti appare misura eccessiva e sproporzionata. La nomina sottratta agli interessati a mio avviso snatura la società, senza ragione sufficiente, potendosi lo scopo di dare efficienza all'organo di controllo ottenere in modo più tranquillante e per la via più diretta, utilizzando i mezzi offerti dalla stessa società.».

l'organo è preposto alla tutela di un interesse esclusivamente esterno alla società, ma tale assunto non appare convincente, e risulta infatti espressamente sconfessato dalla più eminente dottrina <sup>(699)</sup>.

\* \* \*

A fronte di tali rilievi, la nomina demandata ai soci (ai *sol*i soci, intesi quali soci *tutti*, e non esclusivamente la maggioranza – come avverrebbe anche, *de facto*, qualora si applicasse il principio maggioritario puro – o la sola minoranza) rimane la scelta più convincente, a patto però che venga correttamente calibrata e che, accanto alla previsione di un elettorato attivo endosocietario disomogeneo, siano dettate le disposizioni che consentano ai sindaci (a *tutti* i sindaci, anche quindi a chi non è espressione della maggioranza assembleare) di poter fare realmente uso dei poteri loro demandati, e in particolare di reagire adeguatamente alle violazioni nell'esercizio dell'attività gestoria eventualmente accertate.

Un'implicita conferma della bontà di queste conclusioni, le quali legittimano l'affermazione che la nomina del collegio debba restare appannaggio della società, ma che al contempo non debba necessariamente rispondere a un principio schiettamente plutocratico, è ravvisabile nello stesso dato positivo: il legislatore, nel dettare la regola di cui all'art. 148, co. 2 TUF, che attribuisce la nomina di un membro del collegio alla minoranza assembleare, a prescindere da alcuna proporzionalità tra partecipazioni detenute e potere di nomina <sup>(700)</sup>, ha sostanzialmente confermato la propria predilezione per questa impostazione.

\* \* \*

---

<sup>(699)</sup> Per tutti cfr. CAVALLI G. – *Art. 148 – Composizione*, cit., p. 1215, che lamentava come la composizione del collegio sindacale non riflettesse anche gli interessi esterni alla società: «Questi interessi continuano ad essere privi di voce nel procedimento di nomina dei sindaci anche nelle società quotate dove, pure, dovrebbero trovare il massimo grado di protezione.» (p. 1216). Rileva correttamente RORDORF R. – *Il nuovo sistema dei controlli sindacali nelle società per azioni quotate*, cit., p. 238, che «il regime di responsabilità limitata [...] comporta evidentemente un più elevato grado di rischio per i creditori e, per ciò stesso, fa emergere un interesse anche esterno a che la società operi nel rispetto delle regole. [...] i controlli societari sono dunque finalizzati (non solo, ma anche) alla tutela di interessi esterni alla compagine sociale o al gruppo di soci cui la società fa capo. [...] Questa logica, pur con qualche incongruenza, era sostanzialmente già chiara nel codice civile del 1942». Cfr. altresì VALENSISE P. – *La disciplina del collegio sindacale*, cit., p. 1028: «Uno dei principali terreni di confronto tra i sostenitori della concezione c.d. privatistica del collegio sindacale e coloro i quali invece propendono per una prospettiva più extrasociale è costituito dall'analisi di quelli che ho già definito come i poteri di reazione dell'organo sindacale. Nello schema classico, contenuto nel codice civile, il collegio può reagire svolgendo un ruolo meramente referente nei confronti della assemblea dei soci: è quest'ultima che, in sostanza, decide se e come procedere nei confronti degli amministratori. La constatazione di tali limiti nell'azione del collegio ha indotto la dottrina a ritenere preferibile una interpretazione dei suoi doveri che privilegiasse una logica endosocietaria, pur non disconoscendo tuttavia la tutelabilità di interessi extrasociali, in via però mediata.»

<sup>(700)</sup> In fatto, il potere di nomina spettante alla minoranza può rivelarsi più che proporzionale o meno che proporzionale rispetto alle azioni da essa detenute.

I ragionamenti sviluppati nelle pagine che precedono permettono di concludere che, nonostante nella disciplina in vigore permangano alcuni elementi d'inefficienza, l'organo di controllo interno possiede gli strumenti per assolvere ai compiti demandatigli dal legislatore, e in particolare per esercitare un effettivo controllo di legalità: l'inerzia che lo ha contraddistinto appare piuttosto attribuibile a una mancanza di reale indipendenza, cagionata principalmente dalla prospettiva di una futura riconferma e dalla sussistenza di legami difficilmente eradicabili con i soci responsabili della sua elezione.

La previsione della partecipazione della minoranza alla nomina del collegio, che sembra essere una soluzione di compromesso per sottrarre la nomina dei sindaci alla medesima maggioranza di cui è espressione l'organo amministrativo, ed evitare al contempo di abbracciare derive istituzionalistiche la cui opportunità è peraltro indimostrata, appare un'opzione legislativa astrattamente condivisibile, in quanto introduce una certa disomogeneità nell'elettorato attivo; essa però non garantisce che, concretamente, tra ciascun sindaco e il proprio elettore non si instaurino legami che possano incidere in senso deteriore sull'indipendenza del primo.

Le regole in tema di nomina, come anche quelle sull'esercizio da parte dei sindaci delle prerogative demandate all'organo, necessitano allora di alcuni importanti correttivi che assicurino il pieno funzionamento del collegio sindacale anche *nonostante* l'eventuale mancanza di reale indipendenza dei suoi membri, e che al contempo stimolino la fiducia delle minoranze nell'efficienza dell'organo, e in particolare sul fatto che i soggetti da esse nominati non siano dei "sindaci dimezzati", dalla cui presenza il collegio possa prescindere, ma risultino indispensabili per il corretto funzionamento dell'organo.

La proposta che viene presentata nelle pagine a seguire vuole costituire allora la logica conseguenza delle considerazioni finora avanzate.

#### 4. Per un rinnovato ruolo delle minoranze nella nomina dei sindaci. Una proposta: *ownership and control?*

La convinzione che si è maturata è che, nonostante il collegio sindacale abbia ad oggi dato una grama prova di sé, con l'introduzione di debiti accorgimenti possa liberarsi dalle tare che tradizionalmente gli vengono ascritte e riguadagnare il credito – secondo alcuni, inesorabilmente – perduto; tali accorgimenti permetterebbero peraltro di restituire centralità alla figura dell'azionista nell'ambito dei meccanismi di controllo, sebbene solo in via mediata, e non direttamente come invece propugnavano le istituzioni europee all'atto dell'introduzione della Direttiva *Shareholders'*

*Rights*. In questa maniera, la tradizionale antitesi tra *ownership vs control* potrà trovare una composizione in capo agli azionisti: si potrà in altri termini tornare a parlare di “*ownership and control*”, intendendo quest’ultimo non quale controllo *diretto* della società nel senso dell’attribuzione dei supremi poteri di indirizzo della società o di scelta dei gestori, quanto nel controllo *indiretto*, derivante dalla possibilità di influire sulla nomina di un organo di controllo interno eterogeneo, efficiente e autenticamente autonomo rispetto alla maggioranza di controllo.

Naturalmente in questa sede non si ha la pretesa di dettare una disciplina di dettaglio, ma si intende indicare con argomentazioni dotate di una propria dignità scientifica una direzione che vale la pena esplorare.

\* \* \*

Nella prima parte del presente capitolo si è sottolineato come non sia possibile assicurare a priori l’indipendenza dei sindaci, non essendo sufficiente che i soggetti chiamati a esercitare la funzione di controllo non si trovino (al momento della nomina, come anche durante i periodici controlli della sussistenza di tali requisiti, contemplati dal Codice di Autodisciplina <sup>(701)</sup>) in una delle situazioni tipizzate di ineleggibilità e decadenza <sup>(702)</sup>: a fronte dell’indipendenza formale dei membri del collegio, requisito indispensabile per l’assunzione d(e il permanere n)ell’ufficio, è possibile che i sindaci si trovino in una situazione di dipendenza sostanziale <sup>(703)</sup>, determinata in

---

<sup>(701)</sup> Merita peraltro rilevare come il controllo annuale della permanenza dei requisiti di indipendenza sia espressamente richiesto dalle sole regole di cui al Codice di Autodisciplina (criterio applicativo 10.C.2, p. 41), e richiamate in particolare dall’art. 144-*novies*, co. 1-*bis*, lett. b) Reg. emittenti. Il dovere di verifica posto in capo al collegio sembra peraltro fondare principalmente sulle informazioni fornite dal sindaco stesso (cfr. in questo senso anche l’art. 144-*novies*, co. 1, lett. b) Reg. emittenti, che fa riferimento agli amministratori «che hanno dichiarato di essere in possesso dei requisiti di indipendenza»; nello stesso senso, il co. 1-*bis* chiarisce che le valutazioni si fondano principalmente «sulla base delle informazioni fornite dagli interessati»), incontrando in ciò un ovvio limite.

<sup>(702)</sup> Il codice adotta invero un approccio che mira ad avere carattere sostanziale e non meramente formale nel determinare la sussistenza o meno dell’indipendenza (sempre il criterio applicativo 10.C.2 richiama i criteri per la determinazione dell’indipendenza con riferimento agli amministratori: il criterio applicativo 3.C.1. propugna la valutazione dell’indipendenza «avendo riguardo più alla sostanza che alla forma e tenendo presente che un amministratore non appare, di norma, indipendente nelle seguenti ipotesi, da considerarsi come non tassative [...]». Non è però dato rilevare come possa avvenire l’individuazione di ulteriori «relazioni che potrebbero essere o apparire tali da compromettere l’autonomia di giudizio di tale amministratore.» (criterio applicativo 3.C.4) che esulino dall’elencazione di cui al criterio applicativo 3.C.1., lett. da a) a h): in altri termini la sensazione è che l’effettiva indipendenza sfugga dalle maglie classificatorie e, al di fuori di esse, sia comunque difficilmente coglibile (e, conseguentemente, sia arduamente rilevabile un *deficit* sostanziale di indipendenza).

<sup>(703)</sup> Come già segnalato (n.701), l’individuazione dei casi di dipendenza sostanziale appare oltremodo problematica, in quanto dovrebbe avvenire principalmente in ragione delle informazioni fornite dal singolo sindaco, o in alternativa sulla base delle informazioni «comunque a disposizione della società» (art. 144-*novies*, co. 1-*bis* Reg. emittenti): stante l’aleatorietà della fattispecie il reperimento di dette informazioni appare tutt’altro che agevole, e la dimostrazione che un soggetto patisca una situazione di dipendenza assume i connotati della *probatio diabolica*.

particolare da due possibili cause: la prospettiva di essere rieletti e la mancanza di effettiva autonomia rispetto a coloro (in particolare, la maggioranza di controllo) che li hanno nominati. Quanto alla prima delle due cause è possibile individuare dei precisi rimedi, mentre la seconda resta la più problematica, non essendo possibile assicurare l'assenza *ex ante*, ma soprattutto il non insorgere *in itinere* di vincoli non tipizzati tra i sindaci e gli azionisti <sup>(704)</sup>.

Non potendo dare per assolutamente certa l'indipendenza dei sindaci, e di conseguenza l'indipendenza dell'organo, sarà necessario intervenire in modo da assicurarne il pieno, efficiente funzionamento ed il massimo dell'autonomia possibile anche *nonostante* l'eventuale mancanza d'indipendenza dei suoi membri. L'introduzione ad opera del Testo Unico della Finanza della figura del sindaco "di minoranza", *rectius* della nomina di un sindaco da parte della minoranza, appare opportuna, in quanto introduce un germe di disomogeneità nell'elettorato attivo, ma se ne devono sottolineare altresì gli evidenti limiti: la possibile dipendenza del sindaco dai propri elettori e la limitatezza delle prerogative, ne fanno un "sindaco dimezzato", dal cui voto il collegio può benissimo prescindere, per deliberare comunque regolarmente. Essendo peraltro plausibile che tali limiti concorrano a minare la fiducia degli investitori sulla autorevolezza ed efficienza del controllo interno, e in particolare a disincentivare gli investimenti stranieri <sup>(705)</sup>, è dunque indispensabile operarne la rimozione.

La presente proposta si articola dunque su di un doppio binario: assicurare, calibrandola opportunamente, la disomogeneità della provenienza dei sindaci, e garantire l'effettività dei poteri della componente del collegio non riconducibile alla maggioranza assembleare.

#### 4.1. *Indipendenza del collegio e rappresentatività*

Il primo problema da risolvere riguarda l'individuazione dei titolari del potere di elezione del collegio: si è già sottolineato che, qualora si avesse la certezza che i sindaci, una volta nominati, ricopriranno il proprio ufficio in piena indipendenza, la corretta assegnazione del potere di

---

<sup>(704)</sup> CHIAPPETTA F. – *Diritto del governo societario. La corporate governance delle società quotate*, cit., p. 154 sottolinea che «È evidente, comunque, che non diversamente dagli amministratori la qualità dell'operato dei sindaci, sotto il profilo dell'indipendenza e dell'autonomia, dipenda in larga parte, non soltanto dall'efficacia dei meccanismi di nomina e di selezione, ma anche e di più da una effettiva cultura dell'indipendenza e della professionalità, il che ne fa pur sempre un problema di persone, prima ancora che di regole.».

<sup>(705)</sup> Naturalmente i fattori che concorrono a disincentivare gli investimenti stranieri sono molteplici, ma tra questi l'inefficacia dei controlli interni – e in particolare la mancanza di credibilità del principale tra questi, ovvero il collegio sindacale, e la sfiducia sulla sua possibilità di dare luogo a un effettivo controllo sull'operato del *management* espressione della maggioranza – rappresenta senza dubbio uno degli elementi più problematici.

elettorato attivo diverrebbe meno pressante, ma mancando tale sicurezza il tema è di indubbia, drammatica centralità.

Nelle pagine che precedono si è altresì chiarito come debba essere rifiutata, in quanto scorretta, anacronistica e inopportuna, l'opzione di affidare, totalmente o parzialmente, la nomina dei sindaci a un soggetto esterno quale lo Stato o un'autorità amministrativa, e si è detta preferibile la designazione ad opera della società, prescindendo però dalla rigorosa applicazione del principio plutocratico-maggioritario, che demanderebbe la nomina alla sola maggioranza, scelta quest'ultima che il legislatore, nell'aver previsto l'elezione di un sindaco da parte della minoranza, ha chiaramente dimostrato di aver inteso evitare: la parziale attribuzione del potere di elezione dei sindaci alla minoranza costituisce senza dubbio una scelta felice, in quanto garantisce un maggior grado di indipendenza dell'organo, *rectius*, un fattore che va a ridurre il livello di possibile dipendenza del collegio dalla maggioranza.

Si tratta ora di comprendere quale sia il più corretto assetto delle regole di nomina del collegio sindacale che – non potendo eliminare in radice i possibili legami tra l'organo di controllo interno ed i suoi elettori – consenta perlomeno di ridurre il più possibile la dipendenza di questo dalla maggioranza piuttosto che l'ancor più perniciosa mancanza di autonomia rispetto alla minoranza.

#### a) Rappresentatività del collegio sindacale e minoranze

In primo luogo appare preferibile allargare significativamente il numero di componenti minimi dell'organo e disporre la presenza di almeno nove membri effettivi, di cui tre inderogabilmente individuati, tramite il voto di lista, dalla minoranza, *rectius, dalle minoranze*.

Nel corso del presente lavoro, conformandosi al dettato normativo, si è fin ad ora semplicisticamente fatto riferimento, con il costante rischio di apparire *naïf*, alla minoranza assembleare quale un *unicum* indistinto, un soggetto autonomo, organizzato e omogeneo, portatore di istanze condivise da tutte le sue componenti. La realtà è logicamente più articolata, e sono individuabili in qualsiasi società quotata molteplici centri d'interesse estranei alla maggioranza, costituenti ciascuno un'autonoma minoranza<sup>(706)</sup>.

---

<sup>(706)</sup> Evidenziano il fatto che le minoranze sono, perlomeno potenzialmente, una pluralità ANGELICI C. – *Le "minoranze" nel decreto 58/98: «tutela» e «poteri»*, cit., nonché GAMBINO A. – *Tutela delle minoranze*, cit. Relativamente alla formulazione di cui al Testo Unico, PARRELLA F. – *Art. 148*, cit., p.781, «Il termine minoranza, usato al singolare, sembra evocare un'entità astratta di soci contrapposta alla maggioranza. L'assenza di ogni

Premesso che il collegio sindacale è preordinato all'esigenza di assicurare la correttezza della legalità in funzione sia di interessi esterni che di interessi interni alla società, rispondendo in particolare, a esigenze di controllo avvertite da tutti gli azionisti, di maggioranza come di minoranza, e premesso che l'introduzione della componente minoritaria del collegio è finalizzata a offrire maggiori garanzie di indipendenza dell'organo – o, più correttamente, la mancanza di omogeneità dell'organo è funzionale alla riduzione della dipendenza dello stesso dalla maggioranza che controlla la società – appare non solo ineccepibile, ma anche opportuno che la nomina del collegio non costituisca espressione del duopolio “maggioranza-minoranza”, *rectius*, “maggioranza-minoranza organizzata più significativa”, che priva gli investitori istituzionali non riconducibili a quest'ultima della “rassicurante” garanzia della presenza in collegio di un membro che assicuri “*pro quota*” l'indipendenza dell'organo <sup>(707)</sup>. In altri termini, ai sensi della proposta, è possibile consentire la partecipazione alla nomina dell'organo di controllo ad una porzione più ampia degli azionisti, e più precisamente ai tre azionisti (singoli investitori istituzionali o coalizioni di investitori) più significativi che non presentino collegamenti tra loro: a questi soggetti spetterà dunque la nomina di un sindaco effettivo, come anche di un sindaco supplente.

Si badi bene: potrebbe opporsi a questo aspetto della proposta la considerazione secondo cui l'importante è che sia assicurata semplicemente la disomogeneità dei sindaci, ovvero che questi non siano espressione del solo centro d'interessi rappresentante la maggioranza, perché i sindaci non sono mandatari di coloro che li nominano e portatori delle istanze di questi ultimi all'interno dell'organo, e sarebbe estremamente scorretto ragionare in termini di una dialettica tra maggioranza ed opposizioni all'interno del collegio <sup>(708)</sup>. Questo rilievo è di per sé esatto, nel senso che la

---

specificazione del concetto di minoranza (fatta eccezione per l'uso del singolare) induce a ritenere che il legislatore abbia voluto lasciare la società arbitra di dettare al riguardo le norme più varie».

<sup>(707)</sup> Pur con finalità non condivisibili, l'opportunità di prevedere un meccanismo di nomina che tenesse conto della possibile pluralità di minoranze veniva ravvisata dallo stesso ASCARELLI T. – *I problemi delle società anonime per azioni*, in Riv. Soc., 1956, p. 32: «merita a mio avviso accoglimento la tendenza, tante volte espressa, a una rappresentanza proporzionale di minoranze qualificate nel collegio sindacale [...]. Il numero dei componenti del collegio sindacale [...] dovrebbe essere fissato in un minimo (p. es. 3), potendo però poi comprendere tanti membri quanti necessari per includere un membro per ogni gruppo qualificato nell'elezione. Il collegio sindacale assumerebbe allora nei confronti degli amministratori che costituirebbero l'“esecutivo”, una funzione “parlamentare” di esponente dell'elettorato riunito in assemblea.»; anche AMBROSINI S. – *Art. 148. Composizione*, cit., p. 269, sostiene che «il metodo delle c.d. liste bloccate, attribuendo un seggio alla lista che ottiene il maggior numero di voti dopo quella di maggioranza, presenta il limite di tutelare solo il maggiore dei soci di minoranza; sicché, quando i sindaci di minoranza siano più d'uno, appare preferibile, da questo punto di vista, un sistema che preveda la divisione dei voti ottenuti dalle liste di minoranza per il numero dei sindaci residui da eleggere e la formazione di una graduatoria decrescente sulla base dei quozienti ottenuti da ciascun candidato (c.d. metodo D'Hont).».

<sup>(708)</sup> È appena il caso di ribadire come, nell'intento del legislatore, l'indipendenza dei sindaci si sostanzia in primo luogo nei confronti di coloro che li hanno nominati: i sindaci non sono portatori delle istanze di questi ultimi, e devono rispondere del loro operato nei soli confronti della società e non del centro di potere che ha provveduto a elegerli.

presenza di sindaci espressione di plurime minoranze, pur auspicabile, non è indispensabile per assicurare la disomogeneità dell'organo; è però altresì vero che il mercato giudicherà indubbiamente più attraente un ordinamento ove le possibilità di influire sulla nomina dei componenti dell'organo di controllo siano maggiori, e non siano appannaggio del solo investitore istituzionale più significativo (ovvero, del soggetto in grado di presentare la lista più votata dopo quella di maggioranza): in altri termini, la *percezione* dell'indipendenza del collegio rispetto alla maggioranza ne uscirebbe rafforzata, e una platea di azionisti più ampia rispetto all'attuale risulterebbe incentivata a partecipare alle votazioni per la nomina dei sindaci <sup>(709)</sup>.

Ai benefici connessi all'allargamento dell'elettorato attivo fa fronte un innegabile innalzamento dei costi di funzionamento del collegio sindacale, legato naturalmente al triplicato numero minimo dei componenti, che implicherà la triplicazione della retribuzione complessiva dell'organo, ma anche a un'inevitabile maggior macchinosità nella fase operativa e deliberativa <sup>(710)</sup> dello stesso: pur tenendo conto di tali aspetti negativi si ritiene che i vantaggi di cui è foriera la proposta promossa in questa sede possano di gran lunga superare gli svantaggi.

Rimane da determinare quali debbano essere i requisiti necessari per la presentazione delle liste finalizzate all'elezione del collegio sindacale: per esigenze organizzative ed evitare abusi nell'esercizio del diritto di nomina è opportuno prevedere per la presentazione di una lista di candidati la detenzione, ovviamente anche in aggregato, di una percentuale minima del capitale

---

<sup>(709)</sup> Di primario rilievo è infatti l'effettiva *percezione* da parte dei terzi dell'indipendenza e autonomia di giudizio del sindaco: sulla centralità del profilo reputazionale in tema di indipendenza dei sindaci, cfr. TANTINI G. – *L'indipendenza dei sindaci*, cit., p. 25 ss. e in particolare p. 26: «l'indipendenza [...] è innanzitutto un valore reputazionale fondato sull'atteggiamento socialmente apprezzato della persona», che non si presta a misurazioni, ma che – alla luce dell'innegabile diversità di situazioni che si verificano nell'esercizio delle funzioni di sindaco, a seconda che la società sia di piccole dimensioni o quotata – andrà valutato, pur senza attenuarne la portata, in riferimento alla natura dell'incarico.

<sup>(710)</sup> CAVALLI G. – *Art. 148 – Composizione*, cit., p. 1209 sottolinea come un numero elevato di sindaci comporti «le difficoltà di funzionamento ed i costi legati alla presenza di un organo di controllo pletorico ed assemblearista». In proposito, TANTINI G. – *L'indipendenza dei sindaci*, cit., n. 10, p. 80, afferma che «l'esperienza dimostra l'inutilità di un organo di controllo superiore a cinque membri, in ragione del fatto che molti controlli possono essere effettuati presso la sede centrale con l'utilizzo di strumenti informatici». Nello stesso senso cfr. anche RIGOTTI M. – *Articolo 2397 – Composizione del collegio*, cit., p. 10, secondo cui, addirittura, «una volta sottratto al collegio sindacale il controllo contabile, un organo di oltre cinque membri potrebbe risultare sovradimensionato per i soli controlli sull'amministrazione, per svolgere i quali un collegio agile può risultare in definitiva maggiormente funzionale». Un collegio composto di nove membri permetterebbe però la contemporanea sintesi di plurime esigenze, quali quella di consentire la partecipazione di più minoranze alla designazione, il permanere in capo alla maggioranza assembleare del potere di nominare il numero più elevato di sindaci (onde evitare utilizzi distorti dell'organo) e garantire la presenza del genere meno rappresentato sia in seno alla componente designata dalla maggioranza che tra i sindaci espressi dalle minoranze.

sociale <sup>(711)</sup>; per favorire l'aggregazione di minoranze più stabili e quindi stimolare investimenti di lungo periodo, sarà inoltre opportuno prevedere che detta aliquota del capitale sociale debba essere detenuta dalla minoranza per un periodo di tempo minimo <sup>(712)</sup>, che non dovrà essere però eccessivamente lungo, onde evitare di scoraggiare la partecipazione delle minoranze alla nomina dei componenti del collegio, e favorire invece, più specificamente, la formazione del numero minimo di liste di minoranza tale da assicurare l'efficienza del meccanismo di formazione dell'auspicata eterogenea componente minoritaria all'interno dell'organo. Non pare invece necessario richiedere il raggiungimento di una soglia minima di voti perché un candidato venga

---

<sup>(711)</sup> Il punto appare peraltro pacifico in dottrina: cfr. *inter alios* AMBROSINI S. – Art. 148. *Composizione*, cit., p. 270, nonché POLI S. – Art. 148. *Composizione*, cit., p. 257 e cfr. la n. 75 per ulteriori riferimenti. Naturalmente si pone il problema di determinare quali debbano essere le soglie di possesso per poter presentare le liste: in sede di lavori preparatori al Testo Unico, il Direttore generale dell'Assonime (audizione dd. 27 gennaio 1998, pubblicata in Riv. Soc., 1998, p. 252) ritenne «opportuno che il proposto schema di decreto legislativo venga modificato in modo da specificare che la minoranza legittimata a nominare uno o più sindaci sia quella che possiede una partecipazione di un qualche rilievo (potrebbe ipotizzarsi una quota minima del 2 % posseduta da almeno 12 mesi). Ciò risponde all'esigenza di evitare che abbiano ingresso nel collegio soggetti che non rispondono ad interessi connotati da una reale *affectio societatis*.»; di identico tenore era anche l'audizione del Presidente dell'Associazione Bancaria Italiana, dd. 29 gennaio 1998, pubblicata in Riv. Soc., 1998, p. 265: «andrebbe previsto che la minoranza fosse titolare da almeno un anno di non meno del 2 % del capitale sociale e che abbia partecipato all'assemblea di approvazione dell'ultimo bilancio: in tal modo si eviterebbero azioni di disturbo da parte di minoranze non stabili.»; MARCHETTI P., MAGNANI P. – Art. 148 – *Composizione*, cit., p. 1666, ritenevano ragionevole fissare la soglia per la presentazione delle liste al di sotto del 5 % del capitale sociale allora necessario per l'esercizio dell'azione sociale di responsabilità (art. 129 TUF; la norma sarebbe stata abrogata dal D.lgs. n. 37/2004; l'attuale disciplina, contenuta nell'art. 2393-bis, co. 2 c.c. fissa la soglia partecipativa necessaria per l'esperibilità dell'azione sociale di responsabilità in 1/40 del capitale sociale o nella minore misura prevista nello statuto), sulla base della considerazione che «la minoranza legittimata al controllo giudiziario *ex post* debba anche essere legittimata a proporsi per designare chi deve concorrere al controllo *ex ante*.». Pare invero inopportuno fissare legislativamente una soglia unica, fissazione che comporterebbe il vantaggio di evitare un sostanziale aggiramento della norma che prescrive la necessaria presenza di sindaci espressi dalle minoranze (rilevava CONSOB – *Relazione per l'anno 2003*, Roma, 31 marzo 2004, p. 12, disponibile al seguente indirizzo Internet [http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/relazione\\_annuale/storico\\_relazioni.html](http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/relazione_annuale/storico_relazioni.html), che «I sindaci eletti dalle minoranze sono assenti in circa tre quarti delle società quotate e in circa il 60 per cento delle società di maggiori dimensioni appartenenti al Mib30 e al Midex. Una causa rilevante è costituita dal livello elevato delle soglie di possesso individuate dagli statuti come necessarie per la presentazione di liste di minoranza. Appare quindi giustificata la richiesta, avanzata in recenti assemblee, di abbassare le soglie come misura per ridurre la sostanziale elusione della previsione legislativa.», ma che costituirebbe senza dubbio un elemento di rigidità, inopportuno in considerazione di un fattore notevolmente variabile da società a società quale il grado di diffusione dell'azionariato. Sempre in una prospettiva *de iure condendo*, andrebbe valutato se possa essere individuato un meccanismo sanzionatorio talmente afflittivo per il caso di mancata eterogeneità dell'organo, da scoraggiare l'elusione della norma in via statutaria, così da incentivare la società all'abbassamento delle soglie statutarie per la presentazione delle liste; tale soluzione rischierebbe però di essere gratuitamente afflittiva nei casi in cui non vengano effettivamente presentate liste di minoranza non a causa della soglia di sbarramento troppo elevata, ma semplicemente perché non vi è alcuna minoranza organizzata interessata a partecipare alla nomina del collegio sindacale presentando una propria lista.

<sup>(712)</sup> Tale soluzione era stata proposta – individuando il periodo minimo di detenzione pari a 12 mesi – già durante i lavori preparatori al Testo Unico, nel corso delle rispettive audizioni, dd. 27 gennaio 1998, sia da Assonime che da ABI (cfr. la nota precedente).

eletto <sup>(713)</sup>, opzione quest'ultima che comporterebbe una maggiore macchinosità del procedimento di elezione e un correlativo allungamento dei tempi <sup>(714)</sup>.

b) Numero di sindaci e differenziazione della composizione dell'organo

La proposta contempla la formazione di un collegio di nove sindaci effettivi, lasciando però piena libertà agli statuti di prevedere la necessaria presenza di un numero superiore di soggetti, qualora ciò sia reso necessario dalla struttura o da specifiche esigenze della società; si ritiene invero che saranno poche le società a disporre statutariamente la presenza di più di nove sindaci, principalmente per ragioni di costi, ma non vi è motivo alcuno per vietare tale possibilità <sup>(715)</sup>. Dovranno inoltre essere nominati cinque sindaci supplenti (due da parte della maggioranza e tre, uno ciascuno, da parte delle tre liste di minoranza).

Il numero dispari dei componenti del collegio mira naturalmente a evitare situazioni di stallo, perlomeno quando siano presenti tutti i membri effettivi: è opportuno che la norma proposta venga integrata con la previsione legislativa (con una regola imperativa dunque, e non affidando la previsione a un'eventuale opzione statutaria in tal senso) del *casting vote* del presidente che dovrà appartenere, come nell'attuale disciplina, al novero dei sindaci espressi dalla minoranza.

Il numero minimo prescelto appare il più conveniente per consentire un'agile diversificazione della composizione del collegio, che tenga conto del genere come delle specifiche professionalità dei soggetti chiamati a farne parte; esso consente inoltre che, anche in caso di impedimento di alcuni dei sindaci, il *quorum* costitutivo sia comunque sufficientemente elevato da consentire una congrua ponderazione prima che il collegio pervenga all'adozione delle delibere. Il *quorum* costitutivo viene fissato nella maggioranza dei membri (cinque), ed il *quorum* deliberativo nel voto favorevole della maggioranza assoluta dei presenti, ulteriormente rafforzata, come si avrà modo di chiarire a breve, dal voto favorevole di almeno uno dei sindaci espressi dalle minoranze.

---

<sup>(713)</sup> Conforme, nella disciplina odierna, l'art. 144-*sexies*, co. 9 Reg. emittenti, secondo cui «Gli statuti non possono prevedere una percentuale o un numero minimo di voti che le liste devono conseguire. [...]».

<sup>(714)</sup> Tutt'altro che indifferente risulta poi il sistema elettorale adottato, come sottolinea correttamente, in tema di c.d.a., ma con un ragionamento replicabile anche relativamente all'elezione del collegio sindacale, GUCCIONE A.V. – *I sistemi elettorali per la nomina del consiglio di amministrazione delle società quotate*, in L. Foffani, M.C. Fregni, R. Lambertini (a cura di), *Liber amicorum per Massimo Bione*, Milano, Guffré, 2011, p. 317, cui si rinvia per i dovuti approfondimenti sulle cautele che è opportuno adottare nel sistema vigente.

<sup>(715)</sup> Gli eventuali ulteriori sindaci potranno appartenere indifferentemente alla maggioranza come alle minoranze, non risultando, in particolare, nel primo caso inficiati dalla presenza di ulteriori componenti ascrivibili alla maggioranza i meccanismi volti a evitare un eccessivo squilibrio all'interno dell'organo, a favore di quest'ultima.

\* \* \*

Dal punto di vista dell'elettorato passivo, si rileva come la presenza minima di nove sindaci consenta di far fronte più agevolmente ai requisiti sulla composizione previsti dalla normativa sulla rappresentanza di genere <sup>(716)</sup>, nonché di assicurare una composizione opportunamente più eterogenea dell'organo dal punto di vista delle competenze professionali dei suoi membri.

Relativamente al primo aspetto, la disciplina attuale prevede (art. 148, co. 1-*bis* TUF) che venga assicurata al genere meno rappresentato (in questo momento storico si tratta del genere femminile – nel testo, “genere meno rappresentato” e “genere femminile” verranno utilizzati quali sinonimi – ma nulla esclude che l'evoluzione socio-culturale possa un giorno determinare la preponderanza femminile all'interno degli organi, e che sia la componente maschile a costituire, in linea con le tendenze demografiche e dell'accesso all'istruzione universitaria e al mondo delle professioni, il genere meno rappresentato) almeno un terzo dei membri effettivi del collegio: la disciplina non chiarisce se ogni lista debba contenere un numero di candidati del genere sottorappresentato pari almeno ad un terzo del totale dei seggi – l'intervento regolamentare della Consob si è invero tradotto nell'assunzione di una posizione tutt'altro che intransigente sul punto <sup>(717)</sup> – ma tale opzione, sempre in una prospettiva *de iure condendo*, sembra essere la più razionale; nel vigore dell'attuale formulazione dell'art. 148, co. 1-*bis* viene altresì previsto che, qualora la composizione del collegio sindacale risultante dall'elezione non rispetti il criterio di riparto per genere, la Consob diffiderà la società affinché questa si adegui a tale criterio entro quattro mesi, ma non chiarisce quali siano i criteri che la società dovrà seguire per ottemperare al disposto del co. 1-*bis*, ed è chiaro come si ponga un problema di coordinamento tra tale norma ed il successivo co. 2, in quanto la società, nell'adeguarsi al rispetto della regola sulla rappresentanza di genere, potrebbe andare a compromettere la libertà di nomina della minoranza <sup>(718)</sup>.

---

<sup>(716)</sup> L. 12 luglio 2011, n. 120 – *Modifiche al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernenti la parità di accesso agli organi di amministrazione e di controllo delle società quotate in mercati regolamentati*, pubblicata in G.U. n. 174 del 28-7-2011.

<sup>(717)</sup> Ai sensi dell'art. 144-*undecies*.1, co. 2, lett. a) Reg. emittenti, viene demandata agli statuti la disciplina di dettaglio sulla modalità di formazione delle liste e sulla determinazione di criteri suppletivi di individuazione dei singoli componenti degli organi, in modo da consentire «il rispetto dell'equilibrio tra generi *ad esito delle votazioni*» (il corsivo è di chi scrive), e viene inoltre statuito che «Gli statuti non possono prevedere il rispetto del criterio di riparto tra generi per le liste che presentino un numero di candidati inferiore a tre», previsione questa che si traduce nella necessità che l'eventuale riequilibrio tra i generi sia assicurato dalla sola maggioranza.

<sup>(718)</sup> L'apparente antinomia risulta invero sanata dalla previsione regolamentare di cui si è dato conto nella nota precedente: stando al solo dettato normativo del Testo Unico è infatti *astrattamente* possibile che la società, al momento di sostituire i componenti meno votati di sesso maschile con altri soggetti di sesso femminile appartenenti alle rispettive liste, vada a limitare le prerogative della minoranza, che si vedrebbe di fatto costretta a scegliere il sindaco del genere

La proposta che si avanza consentirebbe la più agevole determinazione della presenza del genere meno rappresentato, lasciando al contempo maggior libertà alle minoranze: ciascuna lista dovrà indicare, nell'eventualità di risultare la più votata, sei nominativi di sindaci effettivi e due supplenti; tra questi, due effettivi ed un sostituto dovranno essere di sesso femminile. Almeno tre seggi (due per la maggioranza, uno per le minoranze) andranno assegnati al genere meno rappresentato; una volta individuate tra le minoranze le tre liste che hanno ottenuto più voti, qualora queste contemplassero complessivamente la nomina di tre candidati di sesso maschile, la lista meno votata andrà a sostituire il suo candidato di sesso maschile con il primo dei due di sesso femminile indicati;

Quanto al secondo aspetto, ovvero quello della differente formazione professionale dei membri, si rileva come sia opportuno che non solo l'organo amministrativo <sup>(719)</sup>, ma anche il collegio sindacale sia eterogeneamente composto, e che i suoi membri siano quindi soggetti dotati di differenti competenze professionali, così da permettere all'organo di fronteggiare al meglio i molteplici compiti ad esso demandati. Tale opzione appare essere peraltro affine rispetto a quella che lo stesso legislatore ha fatto propria al momento dell'imposizione della rappresentanza di genere, anch'essa tesa all'introduzione di un elemento di eterogeneità.

---

meno rappresentato; la regola dettata dall'art. 144-*undecies*.1, co. 2, lett. a) Reg. emittenti consente invece una maggiore libertà alla minoranza nel decidere chi debba essere il sindaco da essa espresso senza dover ottemperare alla disciplina sulla parità di accesso, essendo *sostanzialmente* (benché il Regolamento emittenti non lo sancisca espressamente) demandata alla sola maggioranza l'eventuale sostituzione di parte dei propri eletti (le liste che presentano un numero di candidati inferiore a tre – liste chiaramente di minoranza – sono esentate dal criterio di riparto e possono esprimere quindi soggetti appartenenti tutti al medesimo genere). Il successivo co. 3 prevede peraltro, esprimendo quello che si potrebbe definire una sorta di generale "*favor minoritatis*", ovvero l'intento di dare piena applicazione alla norma sull'equilibrio tra i generi, che «Qualora dall'applicazione del criterio di riparto tra generi non risulti un numero intero di componenti degli organi di amministrazione o controllo appartenenti al genere meno rappresentato, tale numero è arrotondato per eccesso all'unità superiore.».

<sup>(719)</sup> È ormai ritenuto pacifico, sia in dottrina che da parte delle istituzioni comunitarie (quanto alla diversificazione relativamente al genere, la nota relazione EUROPEAN COMMISSION – *Women in economic decision-making in the EU: Progress report – A Europe 2020 initiative*, disponibile all'indirizzo [http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/files/women-on-boards\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/files/women-on-boards_en.pdf), p. 15, anticipava successivi interventi europei di natura legislativa: cfr. in tal senso la recente COMMISSIONE EUROPEA – *Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio, riguardante il miglioramento dell'equilibrio di genere fra gli amministratori senza incarichi esecutivi delle società quotate in Borsa e relative misure*, Bruxelles, 14 novembre 2012, COM(2012)614 final 2012/0299 (COD), disponibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0614:FIN:it:PDF>), che l'organo amministrativo possa meglio adempiere ai propri compiti qualora presenti una composizione diversificata: ad esempio, amministratori con differenti *backgrounds* sul piano della preparazione professionale, come del genere, dell'etnia o dell'età, apporteranno un carico di esperienze e punti di vista differenti e tale ricchezza si rifletterà in una visione più ampia e consapevole da parte dell'intero organo. La diversificazione dell'estrazione dei membri dell'organo amministrativo sembra però poter essere più varia rispetto a quella del collegio sindacale: quanto a quest'ultimo, appare sensato che i differenti *backgrounds* dei membri debbano concernere esclusivamente le prerogative del collegio stesso, e quindi consistere in una diversificata preparazione di ambito sia giuridico che economico.

Ai sensi della disciplina attuale invece, il collegio sindacale potrebbe essere anche esclusivamente composto di soggetti iscritti nel registro dei revisori legali dei conti, non essendo indispensabile la presenza di docenti universitari di ruolo nelle materie economiche e soprattutto giuridiche né dei soggetti appartenenti agli ordini professionali, quantunque tale presenza sia sicuramente importante, specie per il compimento di operazioni quali la verifica dell'adeguatezza degli assetti, che richiedono competenze legali, aziendalistiche e manageriali.

La previsione di cui alla proposta, di un numero minimo di sindaci più elevato rispetto all'attuale, è finalizzata anche a consentire una maggiore eterogeneità dell'organo sotto il profilo delle competenze: non è però sicuramente agevole dettare regole di dettaglio che disciplinino la costituzione di un collegio variegato sul piano delle competenze, perché tali regole andrebbero temperate con quelle in tema di nomina da parte delle minoranze e di presenza di un numero minimo di esponenti del genere sottorappresentato.

Probabilmente la soluzione più opportuna (a meno di volere ulteriormente moltiplicare il numero dei sindaci, scelta questa che comporterebbe un ulteriore innalzamento dei costi, già più elevati degli attuali per tutte le società quotate il cui collegio sindacale è ad oggi composto da meno di nove membri) è quella di puntare a garantire una composizione quanto più disomogenea possibile, nel rispetto dell'autonomia decisionale degli azionisti. Si potrebbe pensare che, sempre nel rispetto delle norme in tema di genere, ogni lista debba essere composta da almeno due docenti o professionisti in materie giuridiche, due docenti o professionisti in materie economiche, e due iscritti nel registro dei revisori <sup>(720)</sup>: la lista risultata prima potrà insediare nell'ufficio tali soggetti – così da ottemperare anche all'esigenza che almeno un componente del collegio sia iscritto nel registro dei revisori legali dei conti – mentre le prime tre liste di minoranza faranno sedere il primo dei candidati (in caso di "listino bloccato", come nella disciplina attualmente in vigore <sup>(721)</sup>) o il più votato (nel caso in cui si voglia consentire la votazione di lista con l'indicazione delle preferenze all'interno della lista stessa), indipendentemente dalle competenze professionali dello stesso <sup>(722)</sup>.

---

<sup>(720)</sup> Sono ovviamente possibili delle sovrapposizioni tra i componenti docenti in materie economiche e i soggetti iscritti nel registro dei revisori contabili.

<sup>(721)</sup> L'art. 144-*sexies*, ccoo. 3 e 7 Reg. emittenti dispone infatti che venga eletto sindaco effettivo il candidato indicato al primo posto della lista che ha ottenuto il maggior numero di voti.

<sup>(722)</sup> Un'opzione alternativa sarebbe quella di lasciare che i soci che hanno presentato una delle tre liste di minoranza restino liberi di decidere chi, tra i soggetti indicati nella lista, andrà a sedere in collegio per loro conto, ma appare preferibile per assicurare rapidità e certezza nella nomina, che il criterio di individuazione dell'ordine dei candidati sia predeterminato.

\* \* \*

Il meccanismo di nomina proposto, per funzionare al meglio, presuppone più minoranze attive e interessate a prendere parte al governo societario, minoranze la cui presenza, per le ragioni suddette, non è finora sempre stato dato riscontrare <sup>(723)</sup>. Per le ragioni già esposte, la presente proposta vuole costituire un incentivo alla partecipazione alla designazione del collegio sindacale, nell'auspicio che si possa sempre registrare la presentazione di almeno quattro distinte liste di candidati sindaci. È però doveroso domandarsi come debba essere disciplinata la fattispecie in cui non si ravvisino almeno tre minoranze qualificate intenzionate ad avvalersi della possibilità di presentare una propria lista di candidati al collegio.

Premesso che tale eventualità appare improbabile, perlomeno ove non si vada a richiedere una soglia di detenzione troppo elevata per la presentazione delle liste – opzione questa che si è già sconsigliato di adottare – che taglierebbe fuori le minoranze pur intenzionate a partecipare, la soluzione più sensata appare essere quella dell'accrescimento della presenza di sindaci provenienti dalle liste di minoranza effettivamente presentate. A ben vedere, fintantoché sia dato riscontrare la presenza di almeno due liste di minoranza viene meno il paventato rischio di un uso distorto delle prerogative demandate ai sindaci ascrivibili a un centro di potere distinto e spesso volte antitetico rispetto a quello che controlla l'assemblea e il consiglio di amministrazione.

Nell'ipotesi in cui sia invece presentata una sola lista di minoranza, si potrebbero astrattamente prospettare tre soluzioni per superare l'*impasse*: procedere a una seconda votazione, cui siano ammessi solo coloro che alla prima tornata non avevano votato né per la lista di maggioranza, né per la lista di minoranza <sup>(724)</sup>; demandare la nomina di tutti e tre i sindaci

---

<sup>(723)</sup> Lo studio LUISS CERADI, LINDENAUER CENTER FOR CORPORATE GOVERNANCE, GEORGESON – *Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze – FTSE MIB, Proxy Season 2010*, Aprile 2011, disponibile all'indirizzo Internet [http://www.georgeson.it/operazioni\\_pdf/FTSE2011/Ricerca%20FTSE%20MIB%202010%20-%20Georgeson.pdf](http://www.georgeson.it/operazioni_pdf/FTSE2011/Ricerca%20FTSE%20MIB%202010%20-%20Georgeson.pdf), p. 72, rileva infatti che sugli otto casi di rinnovo del collegio sindacale registratisi fra le trenta società appartenenti all'indice FTSE MIB nel corso del 2010, le minoranze si siano attivate in soli tre casi, e ogni volta la lista presentata era frutto dell'aggregazione di più fondi italiani sotto il coordinamento di Assogestioni. La proposta presentata in queste pagine porterebbe dunque a una maggiore autonomia da parte dei soci di minoranza, senza che questi debbano necessariamente creare un *network* per concorrere alla nomina dell'unico sindaco espresso dalla minoranza.

<sup>(724)</sup> È questa la soluzione prospettata, *inter alios*, da CAVALLI G. – *Art. 148 – Composizione, cit.*, p. 1216, per il caso di mancata presentazione di liste contrapposte; tale soluzione però implica la designazione della componente minoritaria in sede assembleare, opzione questa che pure appare di poco credibile accadimento, visto che l'assemblea dovrebbe comunque pervenire all'individuazione di soggetti disponibili a ricoprire la carica di sindaco, scelta questa che richiede una sia pur minimale fase organizzativa preassembleare: se qualcuno dei soci è disposto a vagliare la disponibilità ad accettare l'incarico da parte dei designandi sindaci, sarà molto più probabilmente spinto a farlo nell'ambito della presentazione di una propria lista di candidati. L'Autore ammette però che «molte delle proposte affacciate in dottrina sembrano rispondere più a preoccupazioni di ordine teorico che non alla realtà di funzionamento dell'organo assembleare di una società quotata in borsa.»

esprimibili dalla minoranza all'unica lista <sup>(725)</sup>; rimettere la nomina di un sindaco all'Autorità di vigilanza. Entrambe le soluzioni di matrice endosocietaria prestano il fianco a rilievi critici: la prima (votazione a doppio turno) appare astrattamente preferibile, nonostante sia senza dubbio più costosa <sup>(726)</sup>; la seconda (nomina dei tre sindaci rimessa all'unica minoranza) vanificherebbe una delle idee alla base delle presente proposta, ovvero garantire l'eterogeneità della componente minoritaria, e presenterebbe perciò il rischio della radicalizzazione del conflitto maggioranza-minoranza, a causa del – supposto – *deficit* d'indipendenza in capo a tutti e tre i sindaci espressi dalla medesima minoranza (ipotesi, invero di scuola, del contemporaneo asservimento a quest'ultima da parte dei tre eletti) <sup>(727)</sup>. Più convincente appare comunque il ricorso, sia pure quale *extrema ratio*, alla nomina di un sindaco da parte della Consob; la medesima soluzione da ultimo indicata appare l'unica prospettabile anche nell'ancor più estrema ipotesi-limite della mancata presentazione di alcuna lista di minoranza <sup>(728)</sup>.

### c) Durata del mandato e possibilità di rielezione

Quanto alla durata del mandato dei sindaci si rileva in primo luogo che il termine attualmente fissato a tre esercizi appare congruo, costituendo un buon compromesso tra l'esigenza che i sindaci abbiano un'approfondita conoscenza della società, funzionale all'efficienza del controllo, e la contrapposta esigenza di evitare che il mandato sia così lungo da portare alla creazione di vincoli e laccioli tra sindaco e società; tale termine potrebbe eventualmente essere passibile di riduzione, qualora i tre esercizi consecutivi dovessero essere ritenuti eccessivamente pericolosi dal punto di vista dell'indipendenza dell'organo, mentre deve ritenersene scongiurato l'ampliamento.

---

<sup>(725)</sup> MARCHETTI P., MAGNANI P. – *Art. 148 – Composizione, cit.*, p. 1669, ritengono che in tali casi la nomina di tutti i sindaci da parte dell'unica lista sia l'unica soluzione prospettabile.

<sup>(726)</sup> È opportuno inoltre interrogarsi sulla concreta possibilità di abusi da parte di coloro che hanno presentato l'unica lista non ascrivibile alla maggioranza: non può infatti escludersi che l'unica minoranza organizzata possa ripartire il voto tra la prima e la seconda tornata, in modo da potersi aggiudicare tutti i seggi riservati alle minoranze.

<sup>(727)</sup> Una differente soluzione potrebbe essere legittimata solo qualora prevalesse la considerazione che l'ipotesi, già estrema, della mancanza d'indipendenza in capo a tutti e tre i sindaci espressi dalla minoranza, risulta ancor meno probabile in ragione del disincentivo rispetto alle condotte abusive dei sindaci, rappresentato dalla possibilità di revocare coloro la cui indipendenza risulti compromessa, e di esperire l'azione di responsabilità nel caso in cui la loro condotta abbia prodotto dei danni.

<sup>(728)</sup> Anche nel caso di presentazione della sola lista di maggioranza non risulterebbe legittima la designazione del collegio interamente rimessa a quest'ultima: un collegio sindacale "monolitico" non appare infatti giustificabile se non forse in ragione di un'ottica schiettamente contrattualistica, sulla cui validità si è già avuto modo di esprimere forti perplessità.

Una volta scaduti i tre esercizi, la proposta prevede il divieto di rielezione prima che sia decorso un prefissato periodo di c.d. *cooling-off* (raffreddamento), pari a tre esercizi dalla cessazione dell'incarico, sulla scorta di quello previsto in tema di rielezione dei revisori. Tale soluzione pare idonea a rimuovere in radice una delle più pericolose "fonti di dipendenza", così da impedire che la prospettiva di un'immediata rielezione possa incentivare atteggiamenti "morbidi" rispetto alla condotta degli amministratori, presumibilmente concordata con la maggioranza di controllo che li ha nominati; il *cooling-off period* determinerebbe peraltro una maggior fluidità nel "mercato dei sindaci", rendendolo più dinamico e aperto <sup>(729)</sup>.

Per quanto riguarda infine l'ipotesi di cessazione anticipata dall'incarico, subentreranno i sindaci appartenenti alla medesima lista da cui provenivano quelli venuti meno: per garantire l'effettività della presenza di una componente eterogenea del collegio risulta opportuno che i sindaci supplenti restino in carica non solo fino all'assemblea successiva, come previsto dalla disciplina attuale, bensì per l'intera durata del mandato (ovvero fino al termine del terzo esercizio), e siano eventualmente sostituiti – nell'ipotesi in cui essi stessi vengano meno – da ulteriori supplenti provenienti dalla medesima lista, cercando al contempo di mantenere inalterata la presenza del genere meno rappresentato <sup>(730)</sup>. Se infatti la sorte dei sostituti fosse legata alla delibera della successiva assemblea ordinaria, la quale potrà confermarli o sostituirli, si rischierebbe non tanto di compromettere l'effettività della presenza di una componente minoritaria e di rimettere la nomina dei nuovi sindaci alla maggioranza – il dettato di cui all'art. 2401 c.c. va infatti integrato nelle società quotate con la disposizione di cui all'art. 144-*sexies*, co. 12 Reg. emittenti, secondo cui l'assemblea chiamata a integrare la composizione del collegio «procede alla nomina o alla sostituzione nel rispetto del principio di necessaria rappresentanza delle minoranze.» <sup>(731)</sup> – quanto di affrontare spese ulteriori per la formazione di nuove liste, senza peraltro poter determinare

---

<sup>(729)</sup> Come già sottolineato *supra*, par. 3.3.1 e cfr. in particolare la n. 651, non pare possa concretamente ravvisarsi il rischio di un significativo scadimento del livello qualitativo dell'attività del collegio nel periodo immediatamente successivo all'elezione alla carica di nuovi soggetti; ad ogni modo, non sarebbe comunque proponibile un meccanismo di rinnovo delle cariche a rotazione (rielezione scaglionata), per evitare che nelle more del rinnovo del collegio si registri detto scadimento, perché tale meccanismo presupporrebbe l'individuazione di centri d'interessi (maggioranza e minoranze) prestabiliti ed immutabili, che non è invece dato riscontrare nella prassi (correttamente, POLI S. – *Art. 148. Composizione, cit.*, p. 256, sottolinea che «La minoranza e la maggioranza costituiscono due concetti di relazione che assumono un significato plurimo e variabile nel tempo all'interno delle società per azioni.») non foss'altro che per la predilezione da parte degli investitori di ottiche di breve periodo.

<sup>(730)</sup> È poi ovvio che dovrà essere necessariamente individuato un punto di sintesi tra le due istanze (composizione variegata in termini di appartenenza a differenti liste e in ragione del genere) in modo da determinare la regola prevalente in caso di conflitto.

<sup>(731)</sup> Ritiene «necessaria, per la regolare composizione dell'organo, non solo la designazione iniziale, ma anche la successiva permanenza in carica del sindaco [...] nominat[o] dalla minoranza» POLI S. – *Art. 148. Composizione, cit.*, p. 255.

chiaramente a chi, tra i soggetti non considerabili appartenenti alla maggioranza, spetterà poi la designazione, stante l'impossibilità di individuare minoranze statiche.

L'opzione della permanenza in carica dei supplenti permetterebbe peraltro di ridimensionare a maggior ragione il problema dell'individuazione del soggetto legittimato alla revoca dei sindaci espressi dalla minoranza, ben potendo questo essere rappresentato dall'assemblea (e non dalla minoranza che ha nominati i sindaci della cui revoca si discute), stante peraltro la necessità di giusta causa e dell'approvazione del tribunale <sup>(732)</sup>.

La convocazione dell'assemblea per la nomina di un nuovo collegio potrebbe essere contemplata invece nella sola ipotesi-limite della cessazione dalla carica della maggioranza dei sindaci.

#### 4.2. Rafforzamento del ruolo dei sindaci espressi dalle minoranze

L'attuale disciplina in materia di poteri dei sindaci rende sostanzialmente superflua, per l'assunzione delle delibere, la presenza del sindaco espresso dalla minoranza: questa figura è stata introdotta nell'ordinamento con una disciplina che ne impone l'individuazione, ma – evidentemente per evitare utilizzi strumentali che un eventuale potere di veto avrebbe potuto legittimare, ed il conseguente rischio di stallo operativo dell'organo di controllo – non la partecipazione (dal punto di vista del *quorum* costitutivo, ma soprattutto del *quorum* deliberativo). Qualsiasi tipo di delibera può essere infatti assunta a prescindere dall'assenza, astensione o dissenso di tale soggetto, la cui presenza all'interno del collegio si risolve dunque in una formale garanzia di supervisione dell'operato dell'organo di controllo (che non dev'essere sminuita, ma nemmeno enfatizzata, stante l'assenza in capo al sindaco di autonomi poteri di reazione nel caso in cui questi dovesse riscontrare delle irregolarità) ed, al più, nel potere di esercitare quelle sole prerogative che la legge demanda all'esercizio anche di un solo sindaco, ovvero i poteri di compiere atti d'ispezione e di chiedere notizie agli amministratori.

Tale sostanziale "accessorietà operativa" pare passibile di riflettersi sulla fiducia del mercato in questa figura e più in generale nella trasparenza ed efficienza del controllo interno: poiché il collegio delibera a maggioranza dei presenti, il voto del sindaco espresso dalla minoranza sarà la maggior parte delle volte non determinante per l'assunzione delle delibere, oltre a non risultare pubblicamente, stante la mancanza di pubblicità del libro delle adunanze e delle deliberazioni del

---

<sup>(732)</sup> Lo rileva, correttamente, CAVALLI G. – *Art. 148 – Composizione, cit.*, p. 1221.

collegio sindacale; dal che ne consegue che la pur apprezzabile scelta di attribuire alla minoranza il potere di nomina risulta concretamente ridimensionata nella sua effettiva portata.

Il sindaco espresso dalla minoranza che a seguito di atti d'ispezione o della richiesta di notizie agli amministratori dovesse rilevare delle irregolarità nella gestione, potrebbe infatti esclusivamente sottoporre i fatti rilevati al collegio, ma non sarebbe dotato di idonei strumenti di immediata reazione, non potendo esperire l'azione di responsabilità o la denuncia al tribunale (demandate al collegio), né convocare l'assemblea (operazione questa che necessita dell'intervento di almeno due sindaci).

a) Necessaria approvazione delle delibere da parte di un sindaco espresso dalle minoranze

Al fine di pervenire a una rinnovata fiducia degli investitori nella mancanza di legami tra l'organo e la maggioranza assembleare che ne possano inficiare l'indipendenza, e di fornire un più significativo stimolo per le minoranze a presentare liste debitamente ponderate, appare utile donare maggiore efficacia e centralità alla componente minoritaria del collegio, temperando tale esigenza con quella di efficienza dell'organo nel suo complesso, ovvero cercando di evitare che l'attribuzione di poteri più effettivi alle minoranze possa compromettere il funzionamento del collegio stesso.

La proposta prevede dunque che le delibere si possano considerare approvate a fronte del voto favorevole della maggioranza dei sindaci presenti, almeno uno dei quali dev'essere un componente nominato dalla minoranza.

Questa soluzione, che introduce un *quorum* deliberativo rafforzato (ma implicitamente anche il *quorum* costitutivo dovrà esserlo), ha il pregio al contempo di salvaguardare il principio di maggioranza, evitando però, nella denegata ipotesi di sindaci dipendenti dal proprio elettore, che le delibere possano essere assunte dai soli membri espressi dalla maggioranza assembleare <sup>(733)</sup>, e di impedire che eventuali condotte ostruzionistiche poste in essere da un sindaco nominato da una delle minoranze possano portare l'organo allo stallo, come avrebbe potuto accadere qualora fosse stata richiesta la necessaria unanimità del collegio o (il che è sostanzialmente lo stesso) l'approvazione da parte di tutti i sindaci espressi dalle minoranze.

---

<sup>(733)</sup> Delibere adottate a maggioranza semplice potrebbero invece, come si è già anticipato, essere votate con la sistematica esclusione dei sindaci espressi dalla minoranza, sostanzialmente e irrimediabilmente depotenziando l'introduzione di tale figura e così compromettendo gli obiettivi che essa avrebbe dovuto concorrere a realizzare.

Il necessario voto favorevole da parte di almeno uno dei sindaci espressi dalla minoranza impedisce dunque che il funzionamento del collegio possa concretamente essere ad appannaggio della sola maggioranza assembleare.

Si badi bene: l'estrazione dei sindaci non implica assolutamente una predeterminazione di quelli che saranno i loro orientamenti in collegio; anche un sindaco espresso dalla maggioranza può ad esempio non concordare con gli altri relativamente ad un dato tema oggetto di discussione e trovarsi perciò in minoranza all'interno del collegio, ma quest'ipotesi è fisiologica: si è già più volte sottolineato come i sindaci siano concepiti dal legislatore come soggetti indipendenti, e non come portatori degli interessi dei loro nominanti. *Ad abundantiam*, si evidenzia inoltre che la maggioranza è – o almeno dovrebbe essere – la prima ad essere interessata a controllare l'operato degli amministratori <sup>(734)</sup>, e ad essere penalizzata dall'eventuale nomina di “yes-men” a sindaci. La presente proposta, lo si ricorda, mira ad evitare che ricorrano, come pure è avvenuto, fenomeni patologici (o perlomeno a ridurre l'incidenza statistica): amministratori che fanno ciò che vogliono a danno della minoranza, e talvolta anche della maggioranza stessa, con la complicità dei sindaci.

In queste pagine si fa infatti sovente riferimento alla possibile contrapposizione tra sindaci nominati dalla maggioranza e sindaci espressione delle minoranze, scenario questo che non costituisce la normalità, bensì la patologia: la presente proposta mira a trovare una soluzione alle ipotesi (numericamente minoritarie, ma estremamente esiziali per la fiducia nel sistema) in cui l'indipendenza non dovesse riscontrarsi; ipotesi cioè in cui uno o più sindaci espressi dalla maggioranza si comportino da sindaci di maggioranza, o del pari i sindaci nominati dalle minoranze adottino una condotta da sindaci di minoranza. Quello che qui si offre è un correttivo ai possibili squilibri, ma è chiaro come nemmeno la soluzione proposta possa essere di ausilio nell'estrema, scolastica ipotesi del collegio i cui membri siano tutti intenzionati a “fare le veci” di coloro che li hanno nominati e radicalizzino il conflitto latente in seno all'assemblea; concretamente, la suggerita approvazione delle delibere da parte di almeno un sindaco di minoranza dovrebbe scongiurare rischi di stallo fin anche nei casi in cui due sindaci su tre nominati dalle minoranze siano sindaci di minoranza, ma non può nulla per l'ipotesi in cui i tre sindaci di minoranza siano tutti intenzionati ad adottare politiche ostruzionistiche concordate con le minoranze che li hanno eletti, fattispecie-limite quest'ultima, che legittimerebbe peraltro lo scioglimento della società per impossibilità di funzionamento. La possibilità di far sedere in collegio sindaci nominati addirittura da tre differenti

---

<sup>(734)</sup> Quest'esigenza risulta, tradizionalmente, maggiormente avvertita nei sistemi di *common law*, ove si riscontrano un azionariato maggiormente disperso e l'assenza di forti legami fiduciari tra i *managers* e coloro che li nominano.

minoranze vorrebbe proprio scongiurare questa ipotesi estrema: in altri termini, l'aumento delle minoranze "riconosciute" mira a ridurre le probabilità che il regolare funzionamento dell'organo venga inficiato da condotte "politicizzate", finalizzate all'ostruzionismo, da parte dei componenti non riconducibili alla maggioranza <sup>(735)</sup>.

Naturalmente non si deve nemmeno ritenere che la configurazione dell'organo di controllo di cui alla proposta, al di fuori dell'ipotesi patologica appena descritta, possa impedire qualsiasi futuro danno alla società, né che gli amministratori non saranno più in grado di porre in essere comportamenti illegittimi, sfruttando il *gap* cognitivo che comunque li avvantaggia rispetto all'organo di controllo; la soluzione proposta permette però di ridurre le possibilità di contatto tra quest'ultimo e l'organo amministrativo, così rendendo il controllore (quale *unicum*) capace di "controllare meglio".

b) Gli altri poteri dei sindaci, in particolare la convocazione dell'assemblea

La presenza di tre sindaci nominati dalle minoranze consente inoltre la valorizzazione della componente "minoritaria" del collegio, permettendo anche a quest'ultima l'esperibilità del potere di convocazione dell'assemblea, a prescindere dal concorso dei sindaci espressi dalla maggioranza, che in ipotesi potrebbero essere contrari a fare uso di tale potere: a questo modo, i sindaci espressi dalla minoranza avranno finalmente a disposizione un importante strumento per portare all'attenzione dell'assemblea eventuali irregolarità riscontrate <sup>(736)</sup>.

Al contempo, per evitare un utilizzo eccessivo e distorto di tale strumento, si propone di innalzare la soglia numerica che consente la convocazione dell'assemblea, portandola ad un numero minimo di tre sindaci: tale soglia, nel riformato collegio sindacale composto da almeno nove membri, costituisce il giusto compromesso tra esigenze di ponderazione (convocare l'assemblea esclusivamente al ricorrere di accadimenti realmente gravi ed eclatanti, impedendo iniziative pretestuose che peraltro comporterebbero dei costi organizzativi per la società) e la necessità che il ricorso a tale strumento da parte dei soli sindaci eletti dalla minoranza – i quali, per poterne fare

---

<sup>(735)</sup> A questo ragionamento non *varrebbe* replicare che il rischio concreto di un ostruzionismo dei sindaci debba essere ridimensionato, perché essi hanno il preciso dovere di esercitare il proprio ufficio con uno standard di diligenza di tipo professionale, e qualora ciò non dovesse accadere potrà essere esercitata nei loro confronti un'azione di responsabilità: quest'ultima costituisce infatti un rimedio *ex post*, esperibile qualora si sia già verificato un danno.

<sup>(736)</sup> Sull'evoluzione del dato letterale della norma (art. 148, co. 2 TUF) che assegna alla minoranza la possibilità di nominare una parte del collegio sindacale, e sulle relative concrete implicazioni, cfr. *supra* la n. 686.

utilizzo, abbisogneranno di un debito coordinamento, opportuno anche per consentire la dovuta ponderazione – non venga ostacolato dalla maggioranza.

La convocazione dell'assemblea costituirebbe una notevole cassa di risonanza per i sindaci che, pur essendo in minoranza (qualificata), intendessero render pubbliche le eventuali violazioni delle regole in tema di amministrazione rilevate (magari in occasione di atti d'ispezione effettuati personalmente).

\* \* \*

La soluzione proposta della partecipazione all'assunzione delle delibere da parte di almeno uno dei tre sindaci espressi dalle minoranze deve poi trovare speculare applicazione anche relativamente agli altri poteri spettanti al collegio sindacale: in particolare, per l'esercizio dell'azione sociale di responsabilità, ferma restando la previsione del *quorum* deliberativo dei due terzi dei componenti, sarà necessario che tra questi sia annoverabile almeno uno dei sindaci non riconducibili alla maggioranza; la medesima soluzione è adottabile anche per esperire la denuncia al tribunale.

È invece più incerto se sia preferibile conferire, del pari con il potere di convocazione dell'assemblea, la possibilità di effettuare la c.d. denuncia delle irregolarità riscontrate alla Consob, oggi prevista dall'art. 149, co. 3 TUF, anche a fronte dell'istanza congiunta dei tre soli sindaci espressi dalle minoranze: tale innovazione si profilerebbe infatti come particolarmente efficace, ma non si nasconde qualche perplessità quanto al possibile aumento della mole di lavoro in capo all'Autorità di vigilanza.

\* \* \*

Da ultimo, si sottolinea come la soluzione tratteggiata per il modello tradizionale "latino" di amministrazione necessiti di essere poi debitamente calibrata qualora la società sia retta secondo un differente modello gestorio: senza pretendere di trattare compiutamente l'argomento in questa sede <sup>(737)</sup>, si propongono qui due rilevi generali.

---

<sup>(737)</sup> Relativamente alla disciplina attualmente in vigore, rilevava correttamente RORDORF R. – *Le società per azioni dopo la riforma: il sistema dei controlli*, cit., p. 186, che «l'art. 223 *septies*, 2° comma, delle novellate norme di attuazione del codice civile fa sì che i riferimenti contenuti nelle leggi speciali al collegio sindacale ed ai sindaci siano da intendersi estesi al consiglio di sorveglianza ed al comitato per il controllo sulla gestione, ed ai loro componenti, 'ove compatibili con la specificità di tali organi'. È da chiedersi, allora, se tale specificità esoneri o meno le società quotate, che adottino il sistema dualistico o quello monistico, dall'obbligo di prevedere un meccanismo statutario idoneo a

Quanto al modello dualistico, stanti la maggiore distanza tra amministratori e soci e la contemporanea centralità della figura del consiglio di sorveglianza, che non svolge esclusivamente la funzione di organo di controllo, essendogli demandati anche la designazione degli amministratori e l'approvazione del bilancio, la nomina di detto organo diviene ancor più centrale. In particolare, si rileva come un consiglio di sorveglianza a composizione necessariamente eterogenea potrebbe vivere maggiori difficoltà nell'individuazione dei soggetti a cui attribuire la gestione: dovendo evidentemente giungere a una soluzione di compromesso che tenga conto della necessità di ottenere il voto favorevole di almeno uno dei tre consiglieri di sorveglianza eletti dalla minoranza, è ipotizzabile che il consiglio di gestione sarà connotato da un minore tasso di "politicità" rispetto al modello tradizionale; ciò potrebbe significare che il *management* verrebbe scelto in base alle proprie qualità e sarebbe meno legato – in un modello gestorio che peraltro presenta fisiologicamente un meno intenso legame, perlomeno *diretto* <sup>(738)</sup>, tra organo gestorio ed assemblea – alla maggioranza assembleare, non riflettendone necessariamente gli orientamenti ed estremizzandone quindi lo iato.

Maggiori problemi presenta l'introduzione delle soluzioni proposte in seno ad un modello monistico <sup>(739)</sup>: i componenti del comitato per il controllo sulla gestione sono infatti diretta espressione del medesimo consiglio di amministrazione, e quindi a più forte rischio di dipendenza da quest'ultimo. Come allora far sì che l'organo di controllo risulti indipendente dagli amministratori che lo nominano, e che questi sarà chiamato a scrutinare? Come far sì che all'interno dell'organo di controllo sia riscontrabile una presenza minima di consiglieri indicati dalle minoranze? L'unica soluzione in proposito prospettabile appare quella di far sì che lo stesso organo amministrativo rispecchi la variegata composizione dell'assemblea: in altri termini, sarà necessaria l'istituzionalizzazione della presenza di un terzo degli amministratori nominati dalle minoranze, con il rischio dunque di snaturare il modello e in particolare di creare un organo gestorio eterogeneo (il che non implicherebbe però lo stallo del consiglio di amministrazione, in quanto l'approvazione

---

consentire la nomina di almeno un componente di detti organi da parte della minoranza.», propendendo per una risposta affermativa al quesito.

<sup>(738)</sup> TUCCI A. – *Il ruolo dei soci e i patti parasociali*, in A.G.E., 2007, p. 452, rileva correttamente, che nel modello dualistico – così come attualmente disciplinato – «La creazione di un 'diaframma' fra assemblea e gestori [...] ha quale conseguenza – in virtù dell'operare del metodo maggioritario – l'attribuzione del potere di nomina e di revoca dei gestori ai soli soggetti 'espressione' del gruppo di controllo, nonché – ove lo statuto preveda un ampliamento delle competenze del consiglio di sorveglianza – la possibilità, per i 'fiduciari' dei soci, di interloquire sulle operazioni strategiche per l'impresa.».

<sup>(739)</sup> La problematicità dell'armonizzazione delle norme sulla nomina del collegio sindacale con il modello gestorio monistico eventualmente prescelto dalla società quotata viene segnalata anche da RORDORF R. – *Le società per azioni dopo la riforma: il sistema dei controlli, cit.*, p. 186.

delle sue delibere rimarrebbe subordinata ad un voto a maggioranza, senza la necessità di ottenere il voto favorevole di uno dei componenti espressi dalle minoranze); sarà poi l'organo amministrativo a individuare nel proprio seno i nove membri che andranno a formare il comitato per il controllo sulla gestione, tre dei quali dovranno al contempo essere necessariamente dotati dei requisiti per la nomina a sindaco nel modello tradizionale, ed essere espressione delle minoranze.

Benché l'applicazione della proposta al modello monistico non sia astrattamente impossibile, non si nascondono le difficoltà pratiche che essa comporterebbe: si pensi solo al fatto che la previsione di un organo di controllo composto da almeno nove membri, stante l'attuale disciplina relativa al modello monistico, implicherebbe l'istituzione di un consiglio di amministrazione con un numero triplo di elementi, soluzione questa che diverrebbe estremamente onerosa per l'emittente; se invece si volesse prevedere che le minoranze possano individuare i soli soggetti che andranno a sedere nel comitato per il controllo sulla gestione, verrebbe meno la nomina *mediata* di tali soggetti, da parte del consiglio di amministrazione, anziché dell'assemblea come avviene nel modello "latino" <sup>(740)</sup>.

#### 4.3. Una rinnovata fiducia nei mercati finanziari

Le misure proposte mirano ad affievolire il legame tra il collegio in sé considerato e la maggioranza assembleare, o meglio a stemperare gli effetti deleteri connessi al possibile *deficit* d'indipendenza della sua componente di maggioranza, senza attribuire poteri di veto ai singoli sindaci espressi dalle minoranze: la necessaria partecipazione di almeno uno di questi ultimi all'assunzione delle delibere, e la contemporanea possibilità di reagire autonomamente convocando l'assemblea offrono infatti non solo la percezione <sup>(741)</sup>, ma una concreta garanzia di effettiva indipendenza dell'organo, *nonostante* la possibile, eventuale dipendenza dei suoi membri; in altri termini, il funzionamento del collegio appare più difficilmente passibile di subire indebite influenze esterne. Con ciò non si intende arrivare a sostenere che il requisito dell'indipendenza dei sindaci possa divenire superfluo, ma solo che le conseguenze potenzialmente pericolose di eventuali

---

<sup>(740)</sup> È infine doveroso chiedersi se il nuovo equilibrio proposto sia o meno utilizzabile ad altre latitudini, ove la dialettica non è tra maggioranza e minoranze, ma tra proprietà e *managers*: relativamente a tale quesito è inevitabile che non sarà possibile "sciogliere la prognosi" di applicabilità, fino a quando il meccanismo di nomina dell'organo di controllo interno non verrà adeguatamente calibrato in modo da poter essere applicato anche ai modelli alternativi di gestione, ed in particolare al modello monistico.

<sup>(741)</sup> La proposta vuole perciò andare ad influire su quella che ALESSI R. – *Il rapporto dialettico tra collegio sindacale e soci, cit.*, p. 8 non esita a etichettare quale «l'ultrasecolare sfiducia dei soci di minoranza rispetto all'incisività delle iniziative dei sindaci»; lo stesso Autore (*Id.*, p. 26) desume lo scarso interesse dei soci per l'operato dei sindaci dal fatto che in sede di discussione sul bilancio d'esercizio i primi rivolgono solitamente i propri eventuali quesiti ai soli amministratori.

fenomeni di dipendenza che dovessero “sfuggire alle maglie” delle regole in tema di indipendenza, verrebbero affievolite. Tale soluzione ha peraltro il pregio di sopperire alla possibile mancanza d’indipendenza dei componenti del collegio, senza arrivare a prospettare soluzioni di carattere istituzionalista forte, che già si sottolineava costituire l’*extrema ratio*, su cui si nutre una considerevole sfiducia, e su cui comunque riflettere esclusivamente in caso di impossibilità di pervenire all’efficienza dell’organo realizzata mediante strumenti di matrice endosocietaria.

All’esito della proposta qui esposta, la figura del sindaco di minoranza risulta sensibilmente valorizzata: esso non costituisce più un “sindaco dimezzato” dalla cui presenza il collegio possa prescindere ed i cui poteri sono *de facto* sviliti, ma diviene anzi indispensabile per il corretto funzionamento dell’organo nel momento deliberativo fisiologico, come anche nell’eventuale fase patologica, oltre ad avere la possibilità di esercitare numerosi altri poteri congiuntamente con gli altri suoi pari. Il conferimento, debitamente razionalizzato, di maggiori prerogative a tali sindaci, contribuirà dunque a ripristinare la fiducia degli investitori nel corretto funzionamento dell’organo, e quindi negli equilibri di governo societario <sup>(742)</sup>. Naturalmente – è opportuno ribadirlo – la modifica della disciplina in tema di collegio sindacale non costituisce una panacea, ed in particolare non esime da un complessivo ripensamento del sistema dei controlli societari, ad oggi sovrabbondante, farraginoso e poco razionale; è però logico attendersi che la consapevolezza da parte degli investitori di poter prender parte alla nomina del collegio, del pari con la coscienza che l’assetto dei poteri dell’organo non ne fa uno strumento di fatto nelle mani della maggioranza (*rectius*, i poteri demandati ai sindaci espressi dalla minoranza permettono a quella che era una figura tradizionalmente dalle armi spuntate, di compensare al rischioso “assopimento” dei sindaci rispetto alle posizioni della maggioranza assembleare), garantirebbero gli investitori sulla maggior trasparenza in ordine alla gestione e li stimolerebbero a partecipare all’elezione del collegio sindacale, presentando proprie liste o coordinandosi con altri investitori per la convergenza su liste comuni.

In presenza di un collegio sindacale che dà più garanzie di corretto funzionamento, la stessa necessità della partecipazione in prima persona da parte degli azionisti, finalizzata al controllo del *management*, diviene così meno pressante. Spetterà sempre a questi ultimi la valutazione dei risultati della gestione e la decisione ultima sul rinnovo delle cariche amministrative, ma tale

---

<sup>(742)</sup> Dello stesso avviso è QUAGLIOTTI L. – *La nomina dei sindaci: equilibrio strutturale e indipendenza sostanziale*, cit., n. 178, p. 102: «un collegio sindacale che riuscisse a conquistare la fiducia degli operatori ben potrebbe (oggi più di ieri) risultare l’organo ideale per assolvere la funzione di “filtro” dei flussi informativi diretti verso i soci e verso i terzi.».

decisione potrà essere adottata sulla base di un'informazione la cui correttezza è già stata valutata dall'organo di controllo, che segnalerà all'assemblea gli eventuali fatti di gestione passibili di censura. In questo senso, il sistema di controllo interno offre una tutela sulla legalità dell'amministrazione che è sì mediata, ma – stanti le competenze di carattere professionale richieste per assumere l'ufficio di sindaco, la natura di organo tecnico e la posizione privilegiata dell'organo, che vanta un vero e proprio potere di richiedere informazioni all'organo amministrativo – più efficiente di quella che i soci possono direttamente fornire, in quanto il collegio sindacale garantisce una maggiore qualità e consapevolezza del controllo di legalità. Con un arduo, sintetico slogan, si potrebbe dunque affermare che il controllo mediato offre “meno diritti, più garanzie”.

L'approccio che valorizza la figura dell'organo di controllo interno ed il ruolo che giocano gli azionisti di minoranza nella sua elezione implica peraltro un radicale mutamento di prospettiva rispetto all'orientamento comunitario: la figura dell'azionista minoritario continua infatti ad avere un rilievo primario, ma non perché a questi venga richiesto di essere un socio-gestore, necessariamente coinvolto in prima persona nel controllo dell'operato degli amministratori, bensì perché, venendogli conferito il potere di individuare un'aliquota significativa dei soggetti cui spetterà il controllo diretto, ad esso viene demandato il ruolo di soggetto garante – ed al contempo garantito – dell'indipendenza dell'organo di controllo. L'affermazione secondo cui il corretto equilibrio tra organi societari debba essere individuato attraverso la valorizzazione non tanto del ruolo attivo degli azionisti, bensì dell'organo di controllo non svalorizza dunque l'importanza dei soci, che rimane comunque centrale, spettando a questi ultimi il delicato compito di stilare, presentare e promuovere liste di validi candidati.

È naturalmente necessario domandarsi se gli azionisti, irrimediabilmente apatici quanto alla propria attiva partecipazione, sfrutteranno l'opportunità loro conferita di partecipare alla nomina dell'organo di controllo o se invece anche relativamente a tale prerogativa possano registrarsi episodi di apatia e *free riding*: la sensazione è che il rapporto costi/benefici relativo alla presentazione della lista per la partecipazione alla nomina dell'organo di controllo sia nettamente orientato a favore dei secondi, e che perlomeno i principali investitori istituzionali, *in primis* stranieri <sup>(743)</sup>, saranno spinti alla formazione delle liste. Appare dunque improbabile che nella

---

<sup>(743)</sup> Il riferimento agli investitori istituzionali stranieri è dovuto alla constatazione che «gli investitori istituzionali esteri mirano a investire in emittenti in cui possano esercitare un più elevato potere decisionale in sede assembleare» (così CARBONARA S. – *La partecipazione assembleare delle minoranze*, in LUISS CERADI, Lindenauer Center for Corporate Governance, Georgeson – *Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze – FTSE MIB, Proxy Season 2010*, Aprile 2011, disponibile all'indirizzo [http://www.georgeson.it/operazioni\\_pdf/FTSE2011/Ricerca%20FTSE%20MIB%202010%20-%20Georgeson.pdf](http://www.georgeson.it/operazioni_pdf/FTSE2011/Ricerca%20FTSE%20MIB%202010%20-%20Georgeson.pdf), p. 90, conclusione questa avvalorata dalla lettura dei dati riportati alle pp. 17-18, secondo cui questi investitori

grande società quotata vengano presentate meno di quattro liste di candidati: nell'estrema e malaugurata ipotesi in cui ciò non accadesse l'opzione più opportuna pare essere quella di accrescere il numero di sindaci nominabili dalla lista di minoranza risultata prima.

La composizione del collegio di cui alla proposta conduce peraltro a un innalzamento dei costi per tutte quelle società ad oggi dotatesi di un organo di controllo composto da un numero di sindaci inferiori a nove, ma appare comunque l'opzione più efficiente ed equa, anche sul piano della ripartizione dei costi dei controlli. La disciplina attualmente in vigore comporta infatti per coloro che intendano prendere consapevolmente parte all'attività assembleare la sopportazione di notevoli costi cognitivi, che non è possibile ridurre: come si anticipava <sup>(744)</sup>, la proposta permette di assicurare la sopportazione dei costi necessari per monitorare la legalità dell'amministrazione su basi più eque, innanzitutto perché un organo di controllo efficiente spingerà gli investitori a rinunciare ad affrontare in proprio i controlli che permetteranno di effettuare le medesime verifiche sulla legalità delle operazioni compiute dagli amministratori e sulla veridicità del materiale messo a disposizione da parte dell'organo gestorio <sup>(745)</sup>; sotto un autonomo profilo, il costo per garantire la legalità dell'amministrazione viene sostenuto non più dai soli azionisti di minoranza che intendano volontariamente affrontare gli oneri legati allo studio dell'informazione societaria – essendo impensabile che la maggioranza stessa vada ad effettuare indagini ed affrontare spese di studio per verificare l'operato degli amministratori – bensì ripartito legislativamente in proporzione alla partecipazione posseduta, e quindi viene condiviso anche dalla (*rectius*, in massima parte sostenuto dalla) maggioranza: ai sensi della proposta presentata in queste pagine, i costi inerenti al funzionamento del collegio sindacale si traducono infatti tendenzialmente in costi per la società stessa <sup>(746)</sup>, e vengono di conseguenza a essere redistribuiti *pro quota* su tutti gli azionisti.

---

tenderebbero a investire maggiormente in società con una minore concentrazione azionaria; nel medesimo senso cfr. anche BRUNO S. – *La disciplina delle strategie e politiche di voto per gli investitori istituzionali in Gran Bretagna, USA, Francia e Italia: breve confronto*, intervento contenuto nel medesimo studio, p. 99, ove a p. 102 viene confermato che «in Italia gli unici esempi di attivismo riscontrabile nelle nostre assemblee continuano ad essere [...] ascrivibili ai soggetti stranieri», il cui attivismo viene ascritto al peso economico dei relativi mercati finanziari, ad aspetti culturali propri di tali paesi, ma anche alla disciplina legislativa in materia di politiche di voto vigente negli Stati di appartenenza); in altri termini gli investitori stranieri appaiono maggiormente sensibili agli investimenti in realtà economiche in cui possano esercitare il loro potere di *voice*, mentre si suppone – è questa la posizione dell'Autrice – che gli investitori domestici prediligano la partecipazione in emittenti fortemente controllati perché intendono poi stabilire delle relazioni dirette (*private engagement*) con i soggetti titolari del controllo.

<sup>(744)</sup> Cfr., *supra*, par. 2.2.1.

<sup>(745)</sup> L'esigenza di effettuare ulteriori controlli diminuirà quanto più aumenterà la credibilità dell'efficienza del controllo interno "istituzionale" da parte del collegio sindacale.

<sup>(746)</sup> Vi sono però alcune spese che rimangono in capo agli stessi sindaci: in proposito, si ribadisce l'opportunità di prevedere che i sindaci, qualora debbano avvalersi di collaboratori e ausiliari, possano ripetere le spese, perlomeno nelle

\* \* \*

In conclusione, alla luce delle considerazioni esposte nelle pagine precedenti, pare potersi affermare che il tanto vituperato collegio sindacale possa invero rappresentare la chiave per la (necessaria) istituzione di un rinnovato sistema di pesi e contrappesi che determini il riequilibrio tra gli organi cui è demandato il governo societario: tale riequilibrio, realizzato tenendo conto dell'eventuale carenza di effettiva indipendenza dei sindaci, risulta peraltro fondato su basi meno precarie rispetto agli assetti a oggi in vigore; esso inoltre valorizza il ruolo delle minoranze assembleari in sede di presentazione delle liste, senza per questo richiedere agli azionisti di esercitare necessariamente un compito – il controllo dell'operato degli amministratori – che non fa parte del loro corredo genetico.

Un collegio sindacale non solo dotato delle competenze e degli strumenti necessari per adempiere ai compiti demandatigli, ma al contempo indipendente – *rectius*, autonomo nonostante l'eventuale *deficit* di indipendenza in capo ai propri membri – può costituire finalmente un autorevole interlocutore per gli amministratori, nonché il credibile deterrente rispetto a scelte gestorie illegittime.

In definitiva, la riforma del collegio sindacale con la previsione della nomina da parte delle minoranze di soggetti la cui presenza sarà necessaria al fine dell'adozione delle delibere del collegio, e che inoltre siano dotati di poteri sufficienti per adire l'assemblea senza la necessaria collaborazione dei sindaci espressi dalla maggioranza, consentirebbe di stimolare l'attiva partecipazione dei soci (perlomeno) al momento della nomina (come mezzo di tutela "mediata" dei loro interessi). La presentazione di una lista di candidati e la relativa partecipazione alle operazioni di voto costituisce infatti un onere ben modesto a fronte del vantaggio in termini di indipendenza dell'organo. Un onere che peraltro non rischia, realisticamente, di creare fenomeni di *free riding*, perché la partecipazione alla nomina dei componenti "minoritari" del collegio sindacale viene direttamente premiata dalla possibilità di eleggere alla carica di sindaco soggetti su cui si ripone il proprio affidamento.

---

ipotesi in cui il controllo abbia evidenziato effettivi profili di illegittimità in capo all'attività di amministratori ed assemblea (un rimborso automatico e generalizzato potrebbe invece portare ad un sistematico ed ingiustificato ricorso agli ausiliari, incentivando iniziative pretestuose o di dubbia utilità da parte dei sindaci). Si noti peraltro come, ai sensi della disciplina attualmente in vigore, le spese determinate dall'ispezione conseguente alla denuncia al tribunale (art. 152, co. 1 TUF) sono sostenute dalla società: sorge il dubbio che il quadro normativo possa spingere i sindaci a prediligere la denuncia diretta, sulla base del solo «fondato sospetto» di gravi irregolarità nella gestione, anziché effettuare in proprio le dovute verifiche senza avere garanzie quanto alla piena ripetibilità delle spese affrontate.

Un organo di controllo alla cui costituzione le minoranze hanno avuto parte potrebbe infine permeare di una “rinnovata fiducia” nella trasparenza della società e nel mercato, e di raggiungere così, per vie più realisticamente percorribili rispetto a quelle indicate dalla Direttiva *Shareholders’ Rights*, l’obiettivo che il legislatore comunitario si era prefissato, ovvero quello del *restoring the market confidence*.

## BIBLIOGRAFIA <sup>(747)</sup>

Testi di legge, documenti ufficiali e reports commissionati da soggetti istituzionali, audizioni parlamentari, comunicati stampa (in ordine cronologico)

- *Sherman Antitrust Act*, July 2, 1890, ch. 647, 26 Stat. 209, 15 USC:

<http://www.ourdocuments.gov/doc.php?flash=true&doc=51&page=transcript;>

- Banking Act of 1933, June 16, 1933, Public-No. 66-73d Congress – H.R. 5661:

[http://fraser.stlouisfed.org/docs/historical/ny%20circulars/1933\\_01248.pdf;](http://fraser.stlouisfed.org/docs/historical/ny%20circulars/1933_01248.pdf)

- COMMISSIONE MINISTERIALE DI STUDIO PER LA RIFORMA DELLE SOCIETÀ PER AZIONI (COMMISSIONE SANTORO-PASSARELLI) – *Relazione della Commissione Ministeriale di studio per la riforma delle società per azioni*, 1961, pubbl. 1964, in Riv. Soc., 1964, p. 431;
- COMMISSIONE DE GREGORIO – *Schema di Disegno di legge concernente la riforma della disciplina delle società commerciali*, 1964, in Riv. Soc., 1966, p. 93;

- *Relazione;*

- *Osservazioni dei commissari De Gennaro e Ferri;*

- L. 7 giugno 1974, n. 216 – *Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, recante disposizioni relative al mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei titoli azionari*, pubblicata in G.U. n. 149 dell'8 giugno 1974:

[http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/normativa/leg216.htm?symbblink=/main/trasversale/risparmiatori/ruolo/legge.html;](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/normativa/leg216.htm?symbblink=/main/trasversale/risparmiatori/ruolo/legge.html)

- PARLIAMENT OF THE UNITED KINGDOM – *Companies Act 1985*, 11<sup>th</sup> March 1985:

<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1985/6/enacted;>

- COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE – *Report of the Committee on The Financial Aspects of Corporate Governance* (c.d. Cadbury Report), 1 December 1992, London, GEE:

---

<sup>(747)</sup> Data di ultima consultazione delle pagine Internet indicate: 31.01.2013.

- <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>;
- L. 30 luglio 1994, n. 474 – *Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, recante norme per l'accelerazione delle procedure di dismissione di partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni (c.d. Legge sulle privatizzazioni)*, pubblicata in G.U. n. 177 del 30 luglio 1994:  
<http://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:legge:1994-07-30;474>;
  - L. 6 febbraio 1996, n. 52 – *Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee* (c.d. Legge comunitaria 1994), pubblicata in G.U. n. 34 del 10 febbraio 1996, suppl. ord. n. 24;
  - Audizione del Direttore generale dell'Assonime relativa all'emanando Testo Unico della Finanza, 27 gennaio 1998, in Riv. Soc., 1998, p. 246;
  - Audizione del Presidente dell'Associazione Bancaria Italiana relativa all'emanando Testo Unico della Finanza, 29 gennaio 1998, in Riv. Soc., 1998, p. 257;
  - D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 – *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996*, pubblicato in G.U. n. 71 del 26 marzo 1998, suppl. ord. n. 52:
    - versione attualmente in vigore:  
[http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/normativa/dlgs58\\_1998.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/normativa/dlgs58_1998.htm);
    - testo originario:  
<http://www.camera.it/parlam/leggi/deleghe/98058dl.htm>;
    - relazione accompagnatoria *Relazione al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, in F. Bonelli, V. Buonocore, F. Corsi, R. Costi, P. Ferro-Luzzi, A. Gambino, P.G. Jaeger, A. Patroni Griffi (a cura di), *La riforma delle società quotate – Atti del convegno di studio. S.M. Ligure, 13-14 giugno 1998*, Milano, Giuffrè, 1998, p. 437;
  - Regolamento Consob di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti, adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 (c.d. Regolamento emittenti):  
<http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/normativa/regemit.htm>;
  - BORSA ITALIANA S.P.A. – COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE – *Codice di autodisciplina*, ottobre 1999:  
[http://www.ecgi.org/codes/documents/codice\\_di\\_autodisciplina.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/codice_di_autodisciplina.pdf);
  - Gramm-Leach-Bliley Act (*An Act to enhance competition in the financial services industry by providing a prudential framework for the affiliation of banks, securities firms, insurance*

*companies, and other financial service providers, and for other purposes*, Public Law 106-102, 113 Stat. 1338, November 12, 1999:

<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-106publ102/pdf/PLAW-106publ102.pdf>;

- Consiglio europeo di Lisbona – conclusioni della Presidenza, 23 e 24 marzo 2000:  
[http://www.europarl.europa.eu/summits/lis1\\_it.htm](http://www.europarl.europa.eu/summits/lis1_it.htm);
- CONSOB – *Relazione per l'anno 1999*, 31 marzo 2000:  
[http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/relazione\\_annuale/storico\\_relazioni.html](http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/relazione_annuale/storico_relazioni.html);
- CONSOB – *Relazione per l'anno 2000*, 31 marzo 2001:  
[http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/relazione\\_annuale/storico\\_relazioni.html](http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/relazione_annuale/storico_relazioni.html);
- COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese – Libro verde*, Bruxelles, 18 luglio 2001, COM(2001) 366 definitivo:  
[http://www.csspd.it/download/ALLEGATI CONTENUTI/csrgreenpaper\\_it.pdf](http://www.csspd.it/download/ALLEGATI CONTENUTI/csrgreenpaper_it.pdf);
- *Company law: Commission creates High Level Group of Experts*, Press Release IP/01/1237, Brussels, 4th September 2001:  
<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/01/1237&format=HTML&aged=1&language=en&guiLanguage=en>;
- WEIL, GOTSHAL & MANGES LLP – *Comparative Study Of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union And Its Member States*, January 2002:  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/corpgov/corp-gov-codes-rpt-part1\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/corpgov/corp-gov-codes-rpt-part1_en.pdf);
- THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, Brussels, 10 January 2002:  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf);
- THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultative Document of the High Level Group of Company Law Experts*, 2002:  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/consult\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/consult_en.pdf);
- Consiglio europeo di Barcellona – Conclusioni della Presidenza, 15-16 marzo 2002 ,doc. SN 100/1/02 REV 1:  
[http://consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/it/ec/71065.pdf](http://consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/it/ec/71065.pdf);
- CONSOB – *Relazione per l'anno 2001*, 31 marzo 2002:  
[http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/relazione\\_annuale/storico\\_relazioni.html](http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/relazione_annuale/storico_relazioni.html);
- *Preparation of the informal meeting of EU Economics and Finance Ministers, Oviedo, Spain, 12-14 April 2002*, memorandum, Brussels, 11<sup>th</sup> April 2002, ref. MEMO/02/72:

- <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/02/72&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>;
- *Una prima risposta dell'Unione Europea alle questioni politiche sollevate dal caso Enron – Nota per il Consiglio ECOFIN informale di Oviedo del 12 e 13 aprile, 2002:*  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/enron/ecofin\\_2004\\_04\\_enron\\_it.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/enron/ecofin_2004_04_enron_it.pdf);
  - *Financial services: Commission services publish analysis of repercussions of Enron collapse, Press Release, Brussels, 18<sup>th</sup> April 2002, ref. IP/02/584:*  
<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/02/584&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>;
  - COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Servizi finanziari. Il clima migliora ma c'è ancora abbastanza da fare – Sesta relazione sui progressi compiuti*, Relazione al Consiglio e al Parlamento europeo, Bruxelles, 3 giugno 2002, COM(2002)267 definitivo:  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/actionplan/index/progress6\\_it.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/progress6_it.pdf);
  - COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Comunicazione della Commissione relativa alla Responsabilità sociale delle imprese: un contributo delle imprese allo sviluppo sostenibile*, Bruxelles, 2 luglio 2002, COM(2002) 347 definitivo:  
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2002:0347:FIN:IT:PDF>;
  - *Sarbanes-Oxley Act*, (107th Congress, Public Law 107-204, July 30, 2002, 11 stat. 745 – *An Act to protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the Securities laws, and for other purposes:*  
<http://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>;
  - EXPERT GROUP ON CROSS-BORDER VOTING IN EUROPE – *Cross-border voting in Europe – final report*, settembre 2002, Den Haag, WODC:  
<http://english.wodc.nl/onderzoeksdatabase/grensoverschrijdend-stemmen-in-de-algemene-vergadering-van-aandeelhouders.aspx>;
  - 2451<sup>a</sup> Sessione del Consiglio Competitività (Mercato interno, industria e ricerca), Bruxelles, 30 settembre 2002, nr. C/02/283 12293/02 (Pres/02/283):  
[http://europa.eu/rapid/press-release PRES-02-283\\_it.htm](http://europa.eu/rapid/press-release PRES-02-283_it.htm);
  - THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS – *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Brussels, 4 November 2002:  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf);
  - Press Release:  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/presscomm-group\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/presscomm-group_en.pdf);

- *Commission welcomes experts' report on company law and corporate governance*, Press Release, Brussels, 4<sup>th</sup> November 2002, ref. IP/02/1600:  
<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/02/1600&format=HTML&aged=1&language=EN&guiLanguage=en>;
- D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 5 – *Definizione dei procedimenti in materia di diritto societario e di intermediazione finanziaria, nonché in materia bancaria e creditizia, in attuazione dell'art. 12 della l. 3 ottobre 2001, n. 366*, pubblicato in G.U. 22 gennaio 2003, n. 17, suppl. ord. n. 8;
- D. Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 – *Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della l. 3 ottobre 2001, n. 366*, pubblicato in G.U. 22 gennaio 2003, n. 17, suppl. ord. n. 8;
- *Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato)*, pubblicata in GUUE del 12 aprile 2003, L96/16:  
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:096:0016:0016:IT:PDF>;
- SEC – *Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies*, Final Rule, Release Nos. 33-8188, 34-47304, IC-25922, Jan. 31, 2003:  
<http://www.sec.gov/rules/final/33-8188.htm>;
- SEC – *Proxy Voting by Investment Advisers*, Final Rule, Release No. IA-2106, Mar. 10, 2003:  
<http://www.sec.gov/rules/final/ia-2106.htm>;
- Consiglio europeo di Bruxelles, 20-21 marzo 2003, conclusioni della Presidenza:
  - Documento originale:  
[http://db.foromez.it/storicofontinor.nsf/d81804b877cf1665c1256b73004f60fd/84064FDC1914FBEEC1256CF3003E4846/\\$file/Concl\\_pres-21mar.pdf](http://db.foromez.it/storicofontinor.nsf/d81804b877cf1665c1256b73004f60fd/84064FDC1914FBEEC1256CF3003E4846/$file/Concl_pres-21mar.pdf);
  - Versione riveduta del 5 maggio 2003:  
[http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/it/ec/75145.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/it/ec/75145.pdf);
- *Mercati mobiliari: la Commissione propone una direttiva volta ad accrescere la tutela degli investitori e la trasparenza*, Press Release, Bruxelles, 26 marzo 2003 n. IP/03/436:  
<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/03/436&format=HTML&aged=1&language=IT&guiLanguage=en>;
- CONSOB – *Relazione per l'anno 2002*, 31 marzo 2003:  
[http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/relazione\\_annuale/storico\\_relazioni.html](http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/relazione_annuale/storico_relazioni.html);
- COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire*: comunicazione della

Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo, Bruxelles, 21 maggio 2003, COM (2003) 284 definitivo:

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:IT:PDF;>

- *Diritto delle società e governo societario: la Commissione presenta un Piano d'azione*, Press Release, Bruxelles, 21 maggio 2003, n. IP/03/716:

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/03/716&format=HTML&aged=1&language=IT&guiLanguage=en;>

- *Commission Action Plan on "Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union" - Frequently Asked Questions*, ref. MEMO/03/112:

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/03/112&format=HTML&aged=1&language=EN&guiLanguage=en;>

- DG INTERNAL MARKET – *Synthesis of the responses to the Communication of the Commission to the Council and the European Parliament "Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A plan to Move Forward"* - COM (2003) 284 final of 21 May 2003, A Working Document of DG Internal Market, 15 November 2003:

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/governance-consult-responses\\_en.pdf;](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/governance-consult-responses_en.pdf;)

- *Corporate Governance and Company Law: Commission announces results of consultation on Action Plan*, Press Release, Brussels, 21<sup>st</sup> November 2003, IP/03/1581:

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/03/1581&format=HTML&aged=1&language=EN&guiLanguage=en;>

- D.lgs. 6 febbraio 2004, n. 37 – *Modifiche ed integrazioni ai decreti legislativi numeri 5 e 6 del 17 gennaio 2003, recanti la riforma del diritto societario, nonché al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, di cui al decreto legislativo n. 385 del 1° settembre 1993, e al testo unico dell'intermediazione finanziaria di cui al decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998*, pubblicato in G.U. n. 37 del 14 febbraio 2004, suppl. ord. n. 24:

<http://www.parlamento.it/parlam/leggi/deleghe/04037dl.htm;>

- PARLAMENTO EUROPEO – *Risoluzione del Parlamento europeo sulla comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo: Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire (COM(2003) 284 – C5-0378/2003 – 2003/2150(INI))*, n. P5\_TA (2004)0346, pubblicato in GUUE C104E del 30 aprile 2004, p. 714:

<http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2004:104E:0714:0720:IT:PDF>

- BOLKESTEIN F. – *The EU Action Plan for Corporate Governance*, Berlino, Conferenza sul codice di Corporate Governance Tedesco, 24 giugno 2004, SPEECH/04/331:  
<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/04/331&language=EN>
- EUROPEAN COMMISSION - INTERNAL MARKET DIRECTORATE GENERAL – *Fostering an appropriate regime for shareholders' rights – Consultation document of the Services of the Internal Market Directorate General*, 16 settembre 2004, ref. MARKT/16.09.2004:  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/consultation\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation_en.pdf);
  - *Corporate governance: Commission consults on shareholders' rights*, Press Release, Brussels, 16<sup>th</sup> September 2004, ref. IP/04/1107:  
<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/04/1107&language=en&guiLanguage=en>;
  - *Synthesis of the Comments on the Consultation Document of the Services of the Internal Market Directorate-General “Fostering an appropriate regime for shareholders' rights” – A Working Document of DG Internal Market*, April 2005:  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/consultation-synthesis\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation-synthesis_en.pdf);
- *Direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 dicembre 2004, sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che modifica la direttiva 2001/34/CE* (c.d. Direttiva Transparency), pubblicata in GUUE n. L 390/38 del 31 dicembre 2004:  
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:390:0038:0057:IT:PDF>;
- COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Raccomandazione della Commissione del 15 febbraio 2005 sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio d'amministrazione o di sorveglianza*, 2005/162/CE, pubblicata in GUUE L 52/51 del 25 febbraio 2005:  
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2005:052:0051:0063:it:PDF>;
- CAMERA DEI DEPUTATI - *Relazione delle Commissioni Permanenti VI (Finanze) e X (Attività Produttive, Commercio e Turismo)*, presentata alla Presidenza il 18 febbraio 2005, disponibile all'indirizzo <http://www.camera.it/dati/leg14/lavori/stampati/pdf/14pdl0069180.pdf>;
- EUROPEAN COMMISSION – INTERNAL MARKET AND SERVICES DG – *Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights – Second consultation by the Services of the Internal Market Directorate General*, 13 maggio 2005, ref. MARKT/13.05.2005:  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/consultation2\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation2_en.pdf);

## BIBLIOGRAFIA

- *Corporate governance: Commission consults on minimum standards that should apply to shareholders' rights*, Press Release, Brussels, 13 May 2005, ref. IP-05-561\_EN:  
<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/05/561&format=HTML&aged=0&language=en&guiLanguage=en>;
- *Synthesis of the Comments on the Second Consultation Document of the Internal Market and Services Directorate-General "Fostering an appropriate regime for shareholders' rights"*, September 2005:  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/consultation2\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation2_report_en.pdf);
- L. 28 dicembre 2005, n. 262 – *Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari* (c.d. Legge sulla tutela del risparmio), pubblicata in G.U., n. 301 del 28 dicembre 2005, suppl. ord. n. 208:  
<http://www.camera.it/parlam/leggi/05262l.htm>;
- COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE – *Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio, relativa all'esercizio dei diritti di voto da parte degli azionisti di società aventi la sede legale in uno Stato membro e le cui azioni sono ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato e recente modifica della direttiva 2004/109/CE (presentata dalla Commissione)*, Bruxelles, 5 gennaio 2006, COM(2005)685 definitivo 2005/0265 (COD):  
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2005:0685:FIN:IT:PDF>;
- *Governo societario: proposte della Commissione volte ad agevolare l'esercizio dei diritti degli azionisti all'interno dell'UE*, Press Release, Bruxelles, 10 gennaio 2006, ref. IP/06/10:  
<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/06/10&format=HTML&aged=1&language=it&guiLanguage=it>;
- *Frequently Asked Questions on shareholders' rights*, Bruxelles, 10 gennaio 2006, ref. MEMO/06/3:  
<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/06/3>;
- COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES – *Commission Staff Working Document, Annex to the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the exercise of voting rights by shareholders of companies having their registered office in a Member State and whose shares are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2004/109/EC – Impact Assessment, COM(2005)685 final*, Brussels, 17.02.2006, ref. SEC(2006)181:  
[http://ec.europa.eu/governance/impact/ia\\_carried\\_out/docs/ia\\_2006/sec\\_2006\\_0181\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/governance/impact/ia_carried_out/docs/ia_2006/sec_2006_0181_en.pdf);
- BORSA ITALIANA S.P.A. – COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE – *Codice di autodisciplina*, seconda edizione, marzo 2006:

[http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2006/codiceautodisciplina\\_pdf.htm](http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2006/codiceautodisciplina_pdf.htm);

- COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO – *Parere del Comitato economico e sociale europeo in merito alla Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa all’esercizio dei diritti di voto da parte degli azionisti di società aventi la sede legale in uno Stato membro e le cui azioni sono ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato e recante modifica della direttiva 2004/109/CE*, Bruxelles, 13 settembre 2006, COM(2005)685 def. – 2005/0265(COD), ref. 2006/C 318/06, pubblicato in GUUE C318/42 del 23.12.2006:  
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2006:318:0042:0044:IT:PDF>;
- PARLIAMENT OF THE UNITED KINGDOM – *Companies Act 2006*, 8 November 2006:  
<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents>;
- PARLAMENTO EUROPEO – COMMISSIONE PER I PROBLEMI ECONOMICI E MONETARI – *Parere della commissione per i problemi economici e monetari, destinato alla commissione giuridica, sulla proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa all’esercizio dei diritti di voto da parte degli azionisti di società aventi la sede legale in uno Stato membro e le cui azioni sono ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato e recante modifica della direttiva 2004/109/CE*, (COM(2005)0685 – C6-0003/2006 – 2005/0265(COD)), 27 novembre 2006, ref.: 2006/0265(COD):  
<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+COMPARG+PE-371.848+02+DOC+PDF+V0//IT&language=IT>;
- D.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303 – *Coordinamento con la legge 28 dicembre 2005, n. 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.)*, pubblicato in G.U. n. 7 del 10 gennaio 2007, S.O. n. 5 (c.d. decreto correttivo della Legge sulla tutela del risparmio):  
<http://www.camera.it/parlam/leggi/deleghe/06303dl.htm>;
- *Commissioner Charlie McCreevy welcomes European Parliament vote on Shareholder Voting Rights in first reading*, Press Release, Brussels, 15 February 2007, ref. IP/07/193:  
[http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-07-193\\_en.htm?locale=en](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-07-193_en.htm?locale=en);
- CONSOB – *Regolamento emittenti – Nomina dei componenti degli organi di amministrazione e controllo (artt. 147-ter, comma 1 e 148, comma 2, del TUF) – Documento di consultazione*, 23 febbraio 2007:  
[http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori\\_preparatori/consultazione\\_emittenti\\_20070223\\_1.htm?hkeywords=&docid=0&page=0&hits=4](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_emittenti_20070223_1.htm?hkeywords=&docid=0&page=0&hits=4);

## BIBLIOGRAFIA

- EUROPEAN COMMISSION – INTERNAL MARKET AND SERVICES DG – *Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights – Third consultation document of the Services of the Directorate General Internal Market and Services*, 30 aprile 2007, ref. MARKT/30.04.2007: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/consultation3\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation3_en.pdf);
  - *Synthesis of the Comments on the Third Consultation Document of the Internal Market and Services Directorate-General “Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights”*, September 2007: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/consultation3\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation3_report_en.pdf);
- *Corporate governance: Directive on shareholders' right formally adopted*, Press Release, Brussels, 12 June 2007, ref. IP/07/800: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/07/800&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>;
- *Direttiva 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'11 luglio 2007 relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, pubblicata in GUUE L 184/17 del 14.07.2007: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2007:184:0017:0024:it:PDF>;
  - testo in lingua inglese (*Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007, on the Exercise of Certain Rights of Shareholders in Listed Companies*): <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2007:184:0017:0024:EN:PDF>;
- MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE (Dipartimento del tesoro, Direzione IV – Ufficio VI) – *Attuazione della direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, Documento di consultazione, 19 giugno 2008: [http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/regolamentazione\\_bancaria\\_finanziaria/consultazioni\\_pubbliche/doc-consultazione-DSHR-19giugno2008.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/regolamentazione_bancaria_finanziaria/consultazioni_pubbliche/doc-consultazione-DSHR-19giugno2008.pdf);
- THE GENERAL ASSEMBLY OF THE STATE OF DELAWARE – Chapter 14 – Formerly House bill no. 19 - *An act to amend title 8 of the Delaware code relating to the general corporation law*, April 10, 2009: <http://delcode.delaware.gov/sessionlaws/ga145/Chp014.pdf>;
- L. 7 luglio 2009, n. 88, *Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee* – Legge comunitaria 2008, pubblicata in G.U. n. 161 del 14 luglio 2009, suppl. ord. n. 110: <http://www.parlamento.it/parlam/leggi/messaggi/c2320a.pdf>;

- MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE (Dipartimento del tesoro, Direzione IV – Ufficio VI) – *Attuazione della direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, Seconda consultazione, 24 luglio 2009:  
[http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/regolamentazione\\_bancaria\\_finanziaria/consultazioni\\_publiche/DSHR\\_SECONDA\\_CONS\\_24luglio09.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/regolamentazione_bancaria_finanziaria/consultazioni_publiche/DSHR_SECONDA_CONS_24luglio09.pdf);
- WALKER D. – *A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities – Final recommendations* (c.d. Walker Report), 26 November 2009:  
[http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+/http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker\\_review\\_261109.pdf](http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+/http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker_review_261109.pdf);
- D.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39 – *Attuazione della direttiva 2006/43/CE, relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati, che modifica le direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE, e che abroga la direttiva 84/253/CEE*, pubblicato in G.U. n. 68 del 23 marzo 2010, n. 68 – suppl. ord. n. 58:  
<http://www.camera.it/parlam/leggi/deleghe/10039dl.htm>;
- D.lgs. 27 febbraio 2010, n. 27 – *Attuazione della direttiva 2007/36/CE, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, pubblicato in G.U. n. 53 del 5 marzo 2010 – suppl. ord. n. 43, p. 1:  
<http://www.camera.it/parlam/leggi/deleghe/10027dl.pdf>;
- relazione illustrativa:  
[http://www.tuttocamere.it/files/dirsoc/Schema\\_DL\\_Diritti\\_Azionisti\\_Relazione.pdf](http://www.tuttocamere.it/files/dirsoc/Schema_DL_Diritti_Azionisti_Relazione.pdf);
- COMMISSIONE EUROPEA – *Il governo societario negli istituti finanziari e le politiche di remunerazione*, Libro verde, Bruxelles, 2 giugno 2010, COM(2010)284 definitivo:  
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0284:FIN:IT:PDF>;
- FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *The UK Stewardship Code*, July 2010:  
<http://www.frc.org.uk/FRC-Documents/FRC/The-UK-Stewardship-Code.aspx>;
- FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *Implementation of the UK Stewardship Code*, July 2010:  
<http://www.frc.org.uk/FRC-Documents/FRC/Implementation-of-the-UK-Stewardship-Code.aspx>;
- SEC – *Facilitating Shareholder Director Nominations*. Final rule, Aug. 25, 2010:  
<http://www.sec.gov/rules/final/2010/33-9136.pdf>;
- SEC Chairman Mary L. Schapiro's Opening Statement:  
<http://www.sec.gov/news/speech/2010/spch082510mls.htm>  
(video: <http://www.sec.gov/news/speech/2010/video082510mls.wmv>);
- SEC – *Analyzing Analysts Recommendations*, Modified: 30.08.2010:

- <http://www.sec.gov/investor/pubs/analysts.htm>;
- EUROPEAN COMMISSION – *List of days provided for according to Article 15 of Directive 2007/36/EC* (2010/C 285/01), in Official Journal of the European Union, 21.10.2010, C 285/1, p. 2:  
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:285:0001:0005:EN:PDF>;
  - CONSOB – *Relazione per l'anno 2010*, 31 marzo 2011:  
[http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/relazione\\_annuale/storico\\_relazioni.html](http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/relazione_annuale/storico_relazioni.html);
  - COMMISSIONE EUROPEA – *Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, Libro verde, Bruxelles, 5 aprile 2011, COM(2011) 164 definitivo:  
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0164:FIN:IT:PDF>;
    - *Quadro di governo societario per le imprese europee: quali sono i miglioramenti necessari?*, Press Release, Strasburgo, 5 aprile 2011, ref. IP/11/404:  
<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/11/404&format=HTML&aged=1&language=IT&guiLanguage=en>;
    - *Frequently Asked Questions: Consultation on the EU corporate governance framework*, Strasbourg, 5 April 2011, ref. MEMO/11/218:  
[http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-11-218\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-11-218_en.htm);
    - EUROPEAN COMMISSION – DIRECTORATE GENERAL INTERNAL MARKET AND SERVICES – CAPITAL AND COMPANIES – CORPORATE GOVERNANCE, SOCIAL RESPONSIBILITY – *Feedback Statement – Summary of responses to the Commission Green paper on the EU Corporate Governance Framework*, Brussels, 15 November 2011, D(2011):  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement_en.pdf);
    - Testi integrali delle risposte alla pubblica consultazione:  
[ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2011/corporate-governance-framework/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2011/corporate-governance-framework/index_en.htm);
  - COMMISSIONE EUROPEA – *Strategia rinnovata dell'UE per il periodo 2011-14 in materia di responsabilità sociale delle imprese – Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle Regioni*, Bruxelles, 25 ottobre 2011, COM(2011) 681 definitivo:  
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0681:FIN:it:PDF>
  - FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *Developments in Corporate Governance 2011 – The impact and implementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Codes*, December 2011:

- <http://www.frc.org.uk/getattachment/5f4fada9-2a88-43a4-bbec-be15b6519e79/Developments-in-Corporate-Governance-2011-The-impact-and-implementation-of-the-UK-Corporate-Governance-and-Stewardship-Codes.aspx>;
- COMMISSIONE DI VIGILANZA SUI FONDI PENSIONE – *Relazione per l'anno 2011*:  
<http://www.covip.it/wp-content/uploads/RelazioneAnnuale2011.pdf>;
  - PARLAMENTO EUROPEO – *Risoluzione del Parlamento europeo del 29 marzo 2012 su un quadro in materia di governo societario delle imprese europee*, 2011/2181(INI), testo approvato, edizione provvisoria:  
<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&reference=P7-TA-2012-0118&language=IT&ring=A7-2012-0051>;
  - Press release 29.03.2012:  
<http://www.europarl.europa.eu/oeil/popups/summary.do?id=1200801&l=en&t=D>;
  - PARLAMENTO EUROPEO – *Proposta di risoluzione su un quadro in materia di governo societario delle imprese europee*, Bruxelles, 8 marzo 2012, ref. 2011/2181(INI), e *Relazioni delle Commissioni parlamentari per i problemi economici e monetari, per l'occupazione e gli affari sociali, per l'industria, la ricerca e l'energia, per il mercato interno e la protezione dei consumatori*:  
<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A7-2012-0051+0+DOC+XML+V0//IT>,  
nonché  
<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A7-2012-0051+0+DOC+PDF+V0//IT>
  - Press Release 8.03.2012:  
<http://www.europarl.europa.eu/oeil/popups/summary.do?id=1195819&t=d&l=en>;
  - FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *Revisions to the UK Stewardship Code – Consultation Document*, April 2012:  
<http://www.frc.org.uk/getattachment/fa05e79c-22c6-4f8f-b5b3-2ab55ec41113/Consultation-Documents-Revisions-to-the-UK-Stewards.aspx>;
  - D.lgs. 18 giugno 2012, n. 91 – *Modifiche ed integrazioni al decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 27, recante attuazione della direttiva 2007/36/CE, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, pubblicato in G.U. n. 152 del 2 luglio 2012:  
<http://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legislativo:2012;091>;
  - KAY J. – *The Kay Review of Equity Markets and Long-Term Decision Making*, July 2012:  
<http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/business-law/docs/k/12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf>;

## BIBLIOGRAFIA

- FINANCIAL REPORTING COUNCIL – *The UK Stewardship Code*, September 2012:  
<http://www.frc.org.uk/getattachment/e2db042e-120b-4e4e-bdc7-d540923533a6/UK-Stewardship-Code-September-2012.aspx>;
- HAU H., LANGFIELD S., MARQUES-IBANEZ D. – *Bank Ratings – What Determines Their Quality?*, European Central Bank Working Paper no. 1484, October 2012:  
<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1484.pdf>;
- COMMISSIONE EUROPEA – *Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio, riguardante il miglioramento dell'equilibrio di genere fra gli amministratori senza incarichi esecutivi delle società quotate in Borsa e relative misure*, Bruxelles, 14 novembre 2012, COM(2012)614 final 2012/0299 (COD):  
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0614:FIN:it:PDF>.

Monografie, articoli e studi (in ordine alfabetico, quindi cronologico)

- ABBADESSA P. – *La gestione dell’impresa nella società per azioni – Profili organizzativi*, Milano, Giuffrè, 1975;
- ABBADESSA P. – *L’assemblea nella s.p.a.: competenza e procedimento nella legge di riforma*, in *Giur. comm.* 2004/I, p. 542;
- ABRIANI N. – *La direttiva n. 2007/36/CE dell’11 luglio 2007: più tutela agli azionisti delle società quotate europee*, in *Riv. Dir. impresa* 2007, p. 233;
- ALCHIAN A.A., DEMSETZ H., *Production, Information Costs, and Economic Organization*, in 65 (5) *American Economic Review*, 1972, p. 777;
- ALESSI R. – *Il rapporto dialettico tra collegio sindacale e soci*, in R. Alessi, N. Abriani, U. Morera (a cura di), *Il collegio sindacale – Le nuove regole*, Milano, Giuffrè, 2007, p. 5;
- AMBROSINI S. – *Art. 148. Composizione*, in G. Cottino (diretto da), *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, Torino, UTET, 1999, p. 262;
- ANGELICI C. – *Le “minoranze” nel decreto 58/98: «tutela» e «poteri»*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, p. 207, successivamente pubblicato in ANGELICI C. – *Attività e organizzazione. Studi di diritto delle società*, Torino, Giappichelli, 2007, p. 123;
- ANGELICI C., CAVALLI G., LIBERTINI M. – *Parere pro veritate in materia d’ineleggibilità del sindaco e società tra professionisti*, 4 febbraio 2005:

[http://www2.consrag.it/archivio\\_home/2005/Nuova%20edizione%202399.pdf](http://www2.consrag.it/archivio_home/2005/Nuova%20edizione%202399.pdf);

- ANGELILLIS A. – *Recepimento in Belgio della direttiva 2007/36/CE relativa all’esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, in *Riv. Soc.*, 2011, p. 192;
- ARMOUR J., DEAKIN S., SARKAR P., SIEMS M., SINGH A. – *Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis*, 2010:

<http://ssrn.com/abstract=1094355>;

- ARMOUR J., MCCAHERY J.A. – *After Enron: Improving Corporate Law and Modernizing Securities Regulation in Europe and the US*, Amsterdam Center for Law & Economics Working Paper No. 2006-07, p. 23:

<http://ssrn.com/paper=910205>;

## BIBLIOGRAFIA

- ARMOUR J., RINGE W.-G. – *European Company Law 1999-2010: Reinassance and Crisis*, Oxford Legal Studies Research Paper No. 63/2010:

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1691688](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1691688);

- ASCARELLI T. – *I problemi delle società anonime per azioni*, in Riv. Soc., 1956, p. 3;
- ASSONIME – *Il recepimento della direttiva europea sui diritti degli azionisti con il d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27: gli effetti sugli statuti delle società quotate e i nuovi termini per le assemblee* – Circolare Assonime n. 11/2010, in Riv. Soc., 2010, p. 554;
- BAINBRIDGE S.M. – *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, in v. 119 Harv. L. Rev., 2006, n. p. 1735:

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=808584](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=808584);

- BALP G. – *Recepimento in Germania delle direttive 2007/36/CE e 2006/68/CE*, in Riv. Soc., 2009, p. 211;
- BARNEY J.B., HESTERLY W.S. – *Strategic Management and Competitive Advantages*, Pearson Prentice Hall, 2008;
- BEBCHUK L.A. – *The Case for Increasing Shareholders Power*, in v. 118 Harv. L. Rev. (2005), n. 3, p. 833:

[http://papers.ssrn.com/abstract\\_id=387940](http://papers.ssrn.com/abstract_id=387940);

- BELCREDI M. – *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza e dintorni*, in Riv. Soc., 2005, p. 853;
- BERLE A.A. JR., MEANS G.C. – *The Modern Corporation and Private Property*, New York, The Macmillian Company, 1932, trad. it. *Società per azioni e proprietà privata*, Torino, Einaudi, 1966;
- BHAGAT S. – BLACK B. – *The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance*, 54 Business Lawyer (1999), p. 921:

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=11417](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=11417);

- BIANCA M. – *Brevi riflessioni sulle clausole statutarie in tema di nomina dei sindaci di minoranza nelle società quotate*, in Riv. Dir. Comm., 2000, p. 645;

- BIANCONI F. – *L’attivismo delle minoranze in Italia: un commento*, in LUISS CERADI, Lindenauer Center for Corporate Governance, Georgeson – *Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze – FTSE MIB, Proxy Season 2010*, Aprile 2011;
- BLANDINI A. – *L’intervento e la rappresentanza in assemblea e l’art. 10 della direttiva 2007/36/CE: prime considerazioni e proposte*, in *Le Società*, 2009, p. 511;
- BIONE M. – *Le azioni di risparmio fra mito e realtà*, in *Giur. comm.*, 1975, p. 164;
- BRINK A. – *Corporate governance and Business Ethics*, Dordrecht-Heidelberg-London-New York, Springer, 2011;
- BRUNO S. – *La disciplina delle strategie e politiche di voto per gli investitori istituzionali in Gran Bretagna, USA, Francia e Italia: breve confronto*, in LUISS CERADI, Lindenauer Center for Corporate Governance, Georgeson – *Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze – FTSE MIB, Proxy Season 2010*, p. 99;
- BUSANI A. – *Più partecipazione all’assemblea delle società*, commento al D.Lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 – Attuazione della direttiva 2007/36/CE, relativa all’esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate, in *Le società*, 2010, p. 401;
- CACCHI PESSANI S. – *Corporate governance, sistema dei controlli e intermediari reputazionali negli Stati Uniti d’America dopo il caso Enron*, in *Giur. comm.*, 2003, p. 746/I;
- CALANDRA BUONAURA V. – *Gestione dell’impresa e competenze dell’assemblea nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1985;
- CAMPOBASSO G. F. – *Le azioni di risparmio nel progetto di riforma delle società commerciali*, in *Banca, Borsa e titoli di credito*, 1969, p. I/69;
- CAMPOBASSO G.F. – *Diritto commerciale*, vol. 2, VIII ed., a cura di M. Campobasso, Torino, UTET, 2012;
- CARBONARA S. – *La partecipazione assembleare delle minoranze*, in LUISS CERADI, Lindenauer Center for Corporate Governance, Georgeson – *Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze – FTSE MIB, Proxy Season 2010*, p. 40;
- CAVALLI G. – *Il collegio sindacale*, in Silvetti C., Cavalli G. – *Le società per azioni*, 2 ed. riveduta e aggiornata, vol. II, in Bigiavi (fondata da), *Giurisprudenza sistematica di diritto civile e commerciale*, Torino, UTET, 1983;
- CAVALLI G. – *I sindaci*, in G.E. Colombo, G.B. Portale (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. 5, Torino, UTET, 1988, p. 3;
- CAVALLI G. – *Il collegio sindacale*, in Aa. Vv., *Le società per azioni*, vol. 2, collana *Giurisprudenza Sistematica di Diritto Civile e Commerciale*, collana fondata da Walter Bigiavi, Torino, UTET, 1996, p. 639;

## BIBLIOGRAFIA

- CAVALLI G. – *Art. 148 – Composizione*, in G. F. Campobasso (diretto da) – *Testo Unico della Finanza - Commentario*, vol. II, Emittenti, Torino, UTET, 2002, p. 1208;
- CHEFFINS B. – *The Stewardship Code's Achilles' Heel* (2010), University of Cambridge, Faculty of Law Research Paper No. 28/2011, in *The Modern Law Review*, 2010:  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1837344](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1837344);
- CHIAPPETTA F. – *Diritto del governo societario. La corporate governance delle società quotate*, Padova, CEDAM, 2007;
- COFFEE, J.C. JR. – *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid*, 30 luglio 2002, Columbia Law School – The Centre for Law and Economic Studies, Working Paper No. 207:  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=325240](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=325240);
- COSTI R. – *Il mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 7° ed., 2010;
- COTTINO G. – *Contrattualismo e istituzionalismo (variazioni sul tema da uno spunto di Giorgio Oppo)*, in *Riv. Soc.*, 2005, p. 693;
- DE ANGELIS L. – *Il controllo sulle società del collegio sindacale. Natura del controllo dei sindaci, caratteristiche dell'ufficio, competenze, funzioni e prospettive di riforma*, in *Le società*, 1987, p. 897;
- DE ANGELIS L. – *L'esercizio del controllo sulle società di capitali: controllo contabile e controllo legale dei conti. Autoregolamentazione convenzionale ed evoluzione della disciplina legale*, in *Riv. Soc.*, 1997, p. 114;
- DE ANGELIS L. – *Il controllo dei sindaci sull'amministrazione delle società quotate*, in *Le società*, 1999, p. 5;
- DENOZZA F. – *"L'amministratore di minoranza" e i suoi critici*, in *Giur. comm.*, 2005, p. 767;
- DIGNAM A., GALANIS M. – *The Globalization of Corporate Governance*, Farnham, Ashgate, 2009;
- DIGNAM A., LOWRY J. – *Company Law*, 6<sup>th</sup> edition, Oxford, Oxford University Press, 2010;
- DI SABATO F. – 2398. *Presidenza del collegio*, in P. Cendon (diretto da), *Commentario al codice civile*, vol. V, Torino, UTET, 1991, p. 1121;
- DOMENICHINI G. – *Il collegio sindacale nelle società per azioni*, in P. Rescigno (diretto da), *Trattato di diritto privato*, vol. 16, tomo II, Torino, UTET, 1985, p. 533;
- DOMENICHINI G. – *Il sistema dei controlli*, in Aa. Vv., *Dalla riforma Draghi alla riforma delle società non quotate – Atti del convegno*, Alba, 21 novembre 1998, in *Le società*, 1999, p. 781;

- ELTON E.J., GRUBER M.J. – *Risk Reduction and Portfolio Size: An Analytical Solution*, in *The Journal of Business*, vol. 50, n. 4, October 1977, p. 415:

<http://pages.stern.nyu.edu/~eelton/papers/77-oct.pdf>;

- ENRIQUES L. – *Nuova disciplina delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali: fatti e prospettive alla luce dell'esperienza anglosassone*, in *Giur. comm.*, 1998, p. 680/I;
- EREDE M. – *Approvato il disegno di legge per l'attuazione della Direttiva 2007/36/CE, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, in *Riv. Soc.*, 2009, p. 883;
- EREDE M. – *L'attuazione della direttiva 2007/36/CE, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate: presentata la bozza dello schema di decreto legislativo*, in *Riv. Soc.*, 2009, p. 1200;
- ERHARD W., JENSEN M.C. – *Beyond Agency Theory: The Hidden and Heretofore Inaccessible Power of Integrity*, presentazione al convegno *Financial Management Association International European Conference*, Istanbul, June 7, 2012:

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1552009](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1552009);

- FAZZUTTI E. – *La nomina dei sindaci nelle società 'quotate' (e non)*, in *Giur. Comm.*, 2000, p. 25/I;
- FERRAN E. – *The Role of the Shareholder in Internal Corporate Governance: Enabling Shareholders to Make Better-Informed Decisions*, in *European Business Organization Law Review*, 2003, p. 491;
- FERRARA F. JR. – *Sguardo generale alla riforma delle società di capitali*, in *Riv. Soc.*, 1966, p. 1;
- FERRI G. – *Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 1956, p. 35;
- FERRI G. – *I controlli interni nelle società per azioni*, in *Aa. Vv.*, *Controlli interni ed esterni delle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1972, p. 13;
- FERRI G., JR. – *Ripartizione delle funzioni gestorie e nuova disciplina della responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, in G. Scognamiglio (a cura di), *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, Milano, Giuffrè, 2003, p. 39;
- FERRO-LUZZI P. – *Indipendente... da chi; da cosa?*, in *Riv. Soc.*, 2008, p. 204;
- FREEMAN R. E. – *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston, Pitman, 1984;
- FREEMAN R. E., MCVEA J. – *A Stakeholder Approach to Strategic Management*, 2001:

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=263511](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=263511);

## BIBLIOGRAFIA

successivamente pubblicato anche in M.A. Hit, R.E. Freeman, J.S.Harrison (edited by), *The Blackwell Handbook of Strategic Management*, Oxford, Blackwell Publishing, 2001;

- FREEMAN R. E., RAMAKRISHNA VELAMURI S. – *A New Approach to CSR: Company Stakeholder Responsibility*, 2005:

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1186223](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1186223);

- FREEMAN R. E., RUSCONI G., DORIGATTI M. (a cura di) – *Teoria degli stakeholder*, Milano, FrancoAngeli, 2007;
- FRIEDMAN M. – *Capitalism and Freedom*, Chicago, The University of Chicago Press, 1962, trad. It. *Capitalismo e libertà*, Firenze, Vallecchi editore, 1967;
- FRIEDMAN M. – *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, The New York Times Magazine, September 13, 1970:

<http://www.colorado.edu/studentgroups/libertarians/issues/friedman-soc-resp-business.html>;

- FURGIUELE L. – *La disciplina dell'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate alla luce dell'art. 7 della direttiva 36/2007/CE*, in Riv. Dir. Comm. 2008, p. 989/I, disponibile in una versione priva di note, anche alla pagina [http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/regolamentazione\\_bancaria\\_finanziaria/consultazioni\\_publiche/DOTT.SSA-FURGIUELE.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/regolamentazione_bancaria_finanziaria/consultazioni_publiche/DOTT.SSA-FURGIUELE.pdf);

- GALGANO F. – *Lex mercatoria*, Bologna, Il Mulino, 1976, ed. 2001;
- GAMBINO A. – *Tutela delle minoranze*, in F. Bonelli, V. Buonocore, F. Corsi, R. Costi, P. Ferroluzzi, A. Gambino, P.G. Jaeger, A. Patroni Griffi (a cura di), *La riforma delle società quotate – Atti del convegno di studio. S.M. Ligure, 13-14 giugno 1998*, Milano, Giuffrè, 1998, p. 135;
- GATES D., STEANE P. – *Altruism – an alternate value in policy formation and decision making*, in International Journal of Social Economics, v. 36, 2009, p. 962;
- GILLAN S.L., STARKS L.T – *The Evolution of Shareholder Activism in the United States*, in Journal of Applied Corporate Finance, vol 19, n. 1, 2007, p. 55:

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=959670](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=959670);

- GIUDICI P. – *La nuova disciplina della revisione legale*, in Le società, 2010, p. 533;

- GUCCIONE A.V. – *I sistemi elettorali per la nomina del consiglio di amministrazione delle società quotate*, in L. Foffani, M.C. Fregni, R. Lambertini (a cura di), *Liber amicorum per Massimo Bione*, Milano, Guffré, 2011, p. 317;
- GUERRIERI G. – *Il recepimento della direttiva shareholders'rights: il legislatore scommette ancora sulla voce degli azionisti (di società quotate)*, in G. Guerrieri (a cura di), *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti*, commentario, ne *Le Nuove Leggi Civili Commentate*, 2011, p. 507;
- ICSA, INVESTOR STEWARDSHIP WORKING PARTY – *Improving engagement practices between companies and institutional investors*, October 2012:  
<https://www.icsaglobal.com/assets/files/pdfs/Policy2/01-Improving-Engagement-Practices-between-Companies-and-Institutional-Investors-Consultation-Oct-2012.pdf>;
- INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS' COMMITTEE – *The Responsibilities of Institutional Shareholders in the UK*, December 1991:  
<http://www.ivis.co.uk/ResponsibilitiesOfInstitutionalShareholdersInTheUK.aspx>;
- INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS' COMMITTEE – *The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents – Statement of Principles*, 21 October 2002:  
[http://www.ecgi.org/codes/documents/isc\\_statement\\_of\\_principles.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/isc_statement_of_principles.pdf);
- INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS' COMMITTEE – *The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents – Statement of Principles*, June 2007:  
<http://institutionalshareholderscommittee.org.uk/sitebuildercontent/sitebuilderfiles/ISCStatementofPrinciplesJun07.pdf>;
- INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS' COMMITTEE – *Code on the Responsibilities of Institutional Investors*, 16 November 2009:  
<http://institutionalshareholderscommittee.org.uk/sitebuildercontent/sitebuilderfiles/ISCCCode161109.pdf>;
- INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION – *Adherence to the FRC's Stewardship Code at 30 September 2011*, June 2012:

[http://www.investmentuk.org/research/stewardship-survey/;](http://www.investmentuk.org/research/stewardship-survey/)

- IRRERA M. – *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2005;
- JAEGER P.G. – *L'interesse sociale*, Milano, Giuffrè, 1964;
- JAEGER P.G., MARCHETTI P. – Corporate governance, in *Giur. Comm.*, 1997, p. 625/I;
- JENSEN M.C. – *Integrity: Without It Nothing Works*, Rotman: The Magazine of the Rotman School of Management, Fall 2009, 12 novembre 2009, p. 16:

<http://ssrn.com/abstract=1511274;>

- JENSEN M.C., MECKLING W.H. – *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4., October 1976, p. 305:

<http://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf;>

- JENSEN M.C., MURPHY K.J. – *Performance pay and top-management incentives*, 1983, in M.C. Jensen, *Foundations of Organizational Strategy*, Harvard University Press, 1998, nonché in *Journal of Political Economy*, v. 98, n. 2, April 1990, p. 225:

<http://papers.ssrn.com/abstract=94009;>

- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. – *Corporate Ownership Around the World*, 1998:

<http://ssrn.com/abstract=103130;>

- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., VISHNY R.W. – *Investor Protection and Corporate Governance*, 1999:

<http://ssrn.com/abstract=183908;>

- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., VISHNY R.W. – *Investor Protection and Corporate Valuation*, 1999:

<http://ssrn.com/abstract=192549;>

- LATHAM M. – *The Internet Will Drive Corporate Monitoring* (draft 22 October 1999), in Corporate Governance International, June 2000:  
<http://www.votermedia.org/publications/InternetWillDriveCorporateMonitoring.pdf>;
- LENER R. – *Gli amministratori indipendenti*, in G. Scognamiglio (a cura di) – *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, Milano, Giuffrè, 2003, p. 115;
- LIBERTINI M. – *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003. Appunti per un corso di diritto commerciale*, in Riv. Dir. Soc., 2008, p. 198;
- LUISS CERADI, LINDENAUER CENTER FOR CORPORATE GOVERNANCE, GEORGESON – *Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze – FTSE MIB, Proxy Season 2010*, Aprile 2011:  
[http://www.georgeson.it/operazioni\\_pdf/FTSE2011/Ricerca%20FTSE%20MIB%202010%20-%20Georgeson.pdf](http://www.georgeson.it/operazioni_pdf/FTSE2011/Ricerca%20FTSE%20MIB%202010%20-%20Georgeson.pdf);
- MAIMERI F. – *Art. 148 - Composizione*, in G. Alpa, F. Capriglione (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, CEDAM, 1998, p. 1364;
- MALLIN C.A. – *Corporate Governance*, third edition, Oxford, Oxford University Press, 2010;
- MARCHETTI C. – *La “nexus of contracts theory”. Teorie e visioni del diritto societario*, Milano, Giuffrè, 2000;
- MARCHETTI P. – *Osservazioni sui profili societari della bozza di TU dei mercati finanziari*, in Riv. Soc., 1998, p. 140;
- MARCHETTI P. – *Riforma del collegio sindacale e ruolo dei revisori*, in Giur. comm., 1995, p. 101/I;
- MARCHETTI P. – *Il potere decisionale gestorio nella s.p.a.*, in G. Cian (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario – Atti del convegno – Padova, Abano Terme, 5-7 giugno 2003*, Padova, CEDAM, 2004, p. 469;
- MARCHETTI P., MAGNANI P. – *Art. 148 – Composizione*, in P. Marchetti, L.A. Bianchi (a cura di) – *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 – Commentario*, Milano, Giuffrè, 1999, Tomo II, p. 1654;
- MARKOWITZ H.M. – *Portfolio selection*, in *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1 (Mar., 1952), p. 77;

<http://links.jstor.org/sici?sici=0022-1082%28195203%297%3A1%3C77%3APS%3E2.0.CO%3B2-1;>

- MAZZONI A. – *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giur. Comm.*, 1998, p. 485/I;
- MONTALENTI P. – *Corporate governance: raccomandazioni Consob e prospettive di riforma*, in *Riv. Soc.*, 1997, p. 713;
- MONTALENTI P. – *Corporate governance: la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate*, in *Giur. Comm.*, 1998, p. 329/I;
- MONTALENTI M. – *La riforma del diritto societario: profili generali*, in S. Ambrosini (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, Torino, Giappichelli, 2005, I, p. 36;
- MONTALENTI P. – *Il sistema dei controlli interni nelle società di capitali*, in *Le società*, 2005, p. 294;
- MONTALENTI P. – *Amministrazione, controllo, minoranze nella legge sul risparmio*, in *Riv. Soc.*, 2006, p. 975;
- MORERA U. – *Il presidente del collegio sindacale*, in R. Alessi, N. Abriani, U. Morera (a cura di), *Il collegio sindacale – Le nuove regole*, Milano, Giuffrè, 2007, p. 109;
- OECD – *OECD Principles of Corporate Governance*, 1999:  
[http://www.ecgi.org/codes/code.php?code\\_id=89;](http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=89;)
- OECD – *Principi di governo societario dell’OCSE*, 2004:  
[http://www.oecd.org/dataoecd/59/42/34622654.pdf;](http://www.oecd.org/dataoecd/59/42/34622654.pdf)
- OLIVIERI G. – *Amministratori ‘indipendenti’ e ‘di minoranza’ nella legge sulla tutela del risparmio*, in *A.G.E.*, 2006, p. 23;
- OLIVIERI G. – *Prime osservazioni sui controlli “interni” nelle società quotate dopo la legge sulla tutela del risparmio*, in R. Alessi, N. Abriani, U. Morera (a cura di), *Il collegio sindacale – Le nuove regole*, Milano, Giuffrè, 2007, p. 289;
- OPPO G. – *Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2003, p. 471;
- OPPO G. – *Potere e responsabilità nella riforma delle società per azioni*, in G. Scognamiglio (a cura di), *Profili e problemi dell’amministrazione nella riforma delle società*, Milano, Giuffrè, 2003, p. 1;
- PALMITER A.R. – *Dark Matter in US Corporation (Corporate Governance in the United States)*, versione integrale della relazione presentata nell’ambito del convegno *Corporate Governance e*

"sistema dei controlli" nella s.p.a. (Firenze, CESIFIN – Fondazione Alberto Predieri, 14 e 15 aprile 2011, che si è potuto leggere in anteprima per la cortesia dell'Autore), p. 7;

- PALMON D., SUDIT E.F. – *Shareholders Groups, Unbundled Rights, and Corporate Democracy: A Commentary*, in *Group Decision and Negotiation*, 2011, vol. 20, n. 2, p. 133;
- PARRELLA F. – *Art. 148*, in C. Rabitti Bedogni (a cura di), *Commentario al Testo Unico della Intermediazione Finanziaria*, Milano, Giuffrè, 1998, p. 779;
- PEDERZINI E. – *Intervento del socio mediante mezzi di telecomunicazione e democrazia assembleare*, in *Giur. comm.*, 2006, p. 98/I;
- PEDERZINI E. – *L'assemblea telematica di società quotate "fra mito e realtà"*, in L. Foffani, M.C. Fregni, R. Lambertini (a cura di), *Liber Amicorum per Massimo Bione*, Milano, Giuffrè, 2011, p. 483 ss.;
- PELLICELLI M. – *Shareholder Value Theory*, in P. Mella, D. Velo, *Creazione di valore, corporate governance e informativa societaria*, Milano, Giuffrè, 2007, p. 183;
- PERNA R. – *Public company e democrazia societaria, Voto per delega e governo delle imprese nel capitalismo statunitense*, Bologna, Il Mulino, 1998;
- PERRONE A. – *Sistema dei controlli e mercato dei capitali*, in *Riv. Soc.*, 2011, p. 841;
- PESCATORE M. – ROSSI A. – *Gli idilli sul piccolo azionista*, in *Riv. Soc.*, 1961, p. 311;
- PIRAS A. – *L'organizzazione dei controlli interni ed esterni*, in Abbadessa P., Rojo A. (a cura di), *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, Milano, Giuffrè, 1993, p. 305;
- PLATTNER L. – *Analisti finanziari e conflitti di interessi: il caso Enron*, 22 maggio 2002:

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=315319](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=315319);

- POLI S. – *Art. 148. Composizione*, in A. Maffei Alberti (a cura di), *Disciplina delle società con azioni quotate. Commentario*, ne *Le nuove leggi civili commentate*, 2001, n. 1/2, Padova, CEDAM, p. 245;
- PORTALE G.B. – *La riforma delle società di capitali tra diritto comunitario e diritto internazionale privato*, in *Europa e Diritto Privato*, 2005, p. 101;
- PORTALE G.B. – *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in P. Abbadessa, G.B. Portale (diretto da), *Il nuovo diritto delle società – Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, UTET, 2006, vol. II, p. 3;
- PORTALE G.B. – *Proprietà e organizzazione dell'impresa (per gli ottant'anni di Guido Rossi)*, in *Banca, Borsa e titoli di credito*, 2011, p. 411;

## BIBLIOGRAFIA

- QUAGLIOTTI L. – *La nomina dei sindaci: equilibrio strutturale e indipendenza sostanziale*, in R. Alessi, N. Abriani, U. Morera (a cura di), *Il collegio sindacale – Le nuove regole*, Milano, Giuffrè, 2007, p. 33;
- RESCIO G.A. – *Art. 127-quater – Maggiorazione del dividendo*, in M. Fratini, G. Gasparri (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza*, Torino, UTET, 2012, p. 1782;
- RIBSTEIN L.E. – *Market vs. Regulatory Responses to Corporate Fraud: A Critique of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, in *Journal of Corporation Law*, Vol. 28, no. 1, Fall 2002:  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=332681](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=332681);
- RIGOTTI M. – *Articolo 2397 – Composizione del collegio*, in F. Ghezzi (a cura di), *Collegio sindacale – Controllo contabile*, in P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, *Commentario alla riforma delle società*, Milano, Giuffrè, 2005, p. 3;
- ROE M.J. – *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton, Princeton University Press, 1994, trad. it. *Manager forti, azionisti deboli. Economia, finanza e scelte politiche alle radici della corporate governance*, Milano, Il Sole 24 Ore, 1997;
- RONDINELLI M. – *L'armonizzazione nel diritto comunitario delle società: evoluzione e prospettive*, in E. Pederzini (a cura di), *Percorsi di diritto societario europeo*, Torino, Giappichelli, II ed. 2011, p. 43;
- RORDORF R. – *Il nuovo sistema dei controlli sindacali nelle società per azioni quotate*, in *Foro it.*, 1999, p. 238;
- RORDORF R. – *Le società per azioni dopo la riforma: il sistema dei controlli*, in *Foro it.*, 2003, p. 185;
- ROSA A. – *La riforma parziale della legge sulle società di capitali e l'attuazione delle Direttiva 2007/36/CE in Spagna*, in *Riv. Soc.*, 2011, p. 1029;
- ROSSI G. – *Persona giuridica, proprietà e rischio d'impresa*, Milano, Giuffrè, 1967;
- ROSSI G. – *Capitalismo opaco* (a cura di F. Rampini), Roma-Bari, Laterza, 2005;
- SACERDOTI A. – *Dei sindaci nelle società anonime e delle garanzie da sostituirsi agli stessi*, in *Riv. dir. comm.*, 1914, p. 657;
- SALAFIA V. – *Il collegio sindacale nelle società quotate*, in *Le società*, 1998, p. 258;
- SANDRELLI G. – *Recenti modifiche in tema di diritti degli azionisti nella legge societaria del Delaware*, in *Riv. Soc.*, 2009, p. 887;
- SANDRELLI G. – *Una corte d'appello federale annulla la riforma del proxy access negli Stati Uniti*, in *Riv. Soc.*, 2012, p. 1036;

- SCIUTELLA A. – *È riformabile l'istituto del collegio sindacale?*, in Riv. Dott. Comm., 1979, p. 623;
- SCOTTI CAMUZZI S. – *La riforma delle società di capitali in Italia. Progetti e documenti*, Milano, Giuffrè, 1966;
- SEIDL D., SANDERSON P., ROBERTS J. – *Applying “Comply-or-Explain”: Conformance With Codes of Corporate Governance in the UK and Germany* (2009), Centre for Business Research, University of Cambridge Working Paper No. 391:  
  
<http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP389.pdf>;
- STATMAN M. – *How Many Stocks Make a Diversified Portfolio?*, in Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 22, n. 3, September 1987, p. 353:  
  
[http://www.wiso.uni-hamburg.de/fileadmin/sozialoekonomie/bwl/bassen/Lehre/International\\_Finance\\_I/Lectures/20080506\\_Number\\_of\\_stocks\\_in\\_a\\_diversified\\_portfolio.pdf](http://www.wiso.uni-hamburg.de/fileadmin/sozialoekonomie/bwl/bassen/Lehre/International_Finance_I/Lectures/20080506_Number_of_stocks_in_a_diversified_portfolio.pdf);
- STELLA RICHTER JR. M. – *Note preliminari sui problemi della corporate governance*, in Riv. Not., 2000, p. 615;
- STELLA RICHTER JR. M. – *Gli amministratori non esecutivi nell'esperienza italiana*, in Banca, impresa e società, 2005, p. 163;
- STELLA RICHTER JR. M. – *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in Riv. dir. comm., 2011, p. 89/I;
- TEDESCHI G. U. – *Il collegio sindacale*, Milano, Giuffrè, 1992;
- TUCCI A. – *Il ruolo dei soci e i patti parasociali*, in A.G.E., 2007, p. 445;
- TOBIN J. – *Liquidity Preference as Behavior Towards Risk*, in The Review of Economic Studies, Vol. 25, No. 2, (Feb., 1958), p. 65:  
  
<http://www.jstor.org/stable/10.2307/2296205>;
- VALENSISE P. – *La disciplina del collegio sindacale*, in Patroni Griffi A., Sandulli M., Santoro V. (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino, Giappichelli, 1999, p. 1015;
- VENTORUZZO M. – *Approvata la direttiva sui diritti degli azionisti: record date e deleghe di voto*, in Riv. Soc. 2007, p. 1182;
- VISENTINI G. – *L'evoluzione della legislazione sulle società per azioni e la recente riforma*, in Il diritto fallimentare e delle società commerciali, 2012, p. 570;

## BIBLIOGRAFIA

- VITALI M. L. – *Un documento consultivo britannico sulla direttiva 2007/36/CE*, in Riv. Soc., 2009, p. 230;
- VITALI M.L. – *Il rapporto tra società e investitori istituzionali in un documento consultivo britannico*, in Riv. Soc., 2012, p. 1298;
- VIVANTE C. – *Trattato di diritto commerciale*, vol. 1 – *Le persone*, Torino, F.lli Bocca Editori, 1893;
- VIVANTE C. – *Per la riforma delle società anonime*, in Riv. dir. comm., 1913, p. 146/I;
- VIVANTE C. – *La riforma della legislazione commerciale*, in *Monitore dei Tribunali*, 1923, p. 161;
- WOOLLEY P. – *Why are financial markets so inefficient and exploitative – and a suggested remedy*, in LSE, *The Future of Finance – The LSE Report*, 2010, p. 121:  
<http://harr123et.files.wordpress.com/2010/07/futureoffinance5.pdf>;
- WONG S. C.Y. – *The UK Stewardship Code: A missed opportunity for higher standards. Could overseas investors emulate a flawed code?*, in *Responsible Investor*, 13 luglio 2010:  
<http://www.responsible-investor.com>, nonché <http://ssrn.com/abstract=1640897>;
- WONG S. C.Y. – *Why stewardship is proving elusive for institutional investors*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, July/August 2010, p. 406:  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1635662](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1635662);
- ZEBERKIEWICZ J.M., CHRISTENSEN J.L. – *The Delaware and SEC Proxy Access Regimes*, in *The Review of Securities & Commodities Regulation*, v. 42, n. 7, October 2009, p. 233:  
[http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/files/2009/10/RSCR\\_Final.pdf](http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/files/2009/10/RSCR_Final.pdf).

Articoli di quotidiani (in ordine cronologico):

- AGUILERA R., YIP G. – *Global strategy faces local constraints*, Financial Times, 27 maggio 2005:  
<http://www.ft.com/cms/s/2/76055086-cdd2-11d9-9a8a-00000e2511c8.html#axzz2NBFOXqym>;
- ARMSTRONG P., SPELLMAN J.D. – *Integrity is key to gaining good governance*, Financial Times, 2 febbraio 2009:  
<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/f9290304-ef07-11dd-bbb5-0000779fd2ac.html#axzz2NBFOXqym>;
- JAMES MOORE – *Investors told to take a share of responsibility*, The Independent, 26 agosto 2009:  
<http://www.independent.co.uk/news/business/analysis-and-features/investors-told-to-take-a-share-of-responsibility-1777230.html>;
- SULLIVAN R. – *Walker plan points finger at 'freeriders'*, Financial Times, 29 novembre 2009:  
<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/8a634d02-db84-11de-9424-00144feabdc0.html#axzz2706U1v9E>;
- BOGLE J.C. – *Restoring faith in Financial Markets*, The Wall Street Journal, 18 gennaio 2010:  
<http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703436504574640523013840290.html>;
- LO CONTE M. – *Oltre il Tfr – L'aiuto (possibile) dei fondi pensione al Tesoro italiano*, Il Sole24Ore, 18 giugno 2012:  
<http://marcolaconte.blog.ilsole24ore.com/2012/06/laiuto-dei-fondi-pensione-al-tesoro-italiano.html>;
- ROMANO B. – *Stretta UE sulle agenzie di rating*, Il Sole24Ore, 20 giugno 2012:  
<http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2012-06-20/stretta-agenzie-rating-063746.shtml?uuid=AbLBVCvF>;

## BIBLIOGRAFIA

- LARIZZA A. – *Banche e derivati: le agenzie di rating danno voti alti agli istituti con cui fanno più affari*, Il Sole24Ore, 22 ottobre 2012:

<http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2012-10-22/banche-derivati-agenzie-rating-193342.shtml?uuid=AbgPXjvG>;

- LOPS V. – *Il rating sul mondo. Cartello di Cina a Russia contro lo strapotere delle tre sorelle Moody's, Fitch e S&P*, Il Sole24Ore, 23 ottobre 2012:

<http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2012-10-23/cina-russia-statunintese-egan-121859.shtml?uuid=AbwpixvG>;

Siti Internet consultati (in ordine alfabetico)

- Finance Glossary: <http://www.finance-glossary.com>;
- Financial Reporting Council: <http://www.frc.org.uk>;
- Stewardship Code:  
<http://frc.co.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code/UK-Stewardship-Code-statements.aspx>;
- Financial Times Lexicon: <http://lexicon.ft.com/Overview>;
- CalPERS: <http://www.calpers.ca.gov/>;
- Institutional Investor Committee: <http://www.iicomm.org/>;
- Institutional Shareholders Committee: <http://institutionalshareholderscommittee.org.uk/>;
- Unione europea – lista completa dei provvedimenti nazionali di recepimento della Direttiva 2007/36/CE:  
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:72007L0036:IT:NOT>;
- Universities Superannuation Scheme: <http://www.uss.co.uk/Pages/default.aspx>;
- Weber Shandwick Advisory: <http://www.advisorywebershandwick.it/>;
- World Exchanges: [www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org);
- Worldreference.com: <http://www.wordreference.com/definition/>;