

DIRITTI DI PARTECIPAZIONE DEGLI AZIONISTI E COLLEGIALITÀ NELL'ASSEMBLEA DELLE SOCIETÀ QUOTATE (*)

SERENELLA ROSSI

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. L'impatto della riforma sull'esercizio dei diritti di partecipazione degli azionisti: le valutazioni prognostiche e le analisi empiriche. – 3. Nuove modalità di svolgimento del procedimento deliberativo e funzioni della collegialità. – 4. Le convocazioni plurime dell'assemblea e la funzione compositoria del metodo collegiale. - 5. L'esperienza dei *virtual shareholders meetings*. – 6. La collegialità e le esigenze di composizione, responsabilità e trasparenza delle decisioni sociali

1. *Premessa.*

La ricerca di soluzioni normative in grado di incentivare la partecipazione degli azionisti alle decisioni sociali nelle società quotate è oggetto di perdurante attenzione nelle più recenti iniziative di riforma del diritto societario adottate in sede comunitaria e nazionale, mentre il tema della *shareholders democracy* e del ruolo degli investitori attivi nel governo societario continua ad impegnare il dibattito internazionale sull'organizzazione e la gestione della grande impresa azionaria

Come è noto, la direttiva 2007/36/CE ha voluto, da un lato, armonizzare le regole sulle modalità di partecipazione alle assemblee di società quotate presso gli stati membri, allo scopo di contrastare il *deficit* di accesso al voto transfrontaliero degli investitori esteri rivelato dal dato statistico, dall'altro amplificare ulteriormente gli strumenti normativi a disposizione degli azionisti per un più agevole ed efficace esercizio dei loro diritti di *voice*.

Più recentemente la Commissione UE ha avviato una nuova consultazione per individuare ulteriori interventi finalizzati a sollecitare gli investitori istituzionali all'esercizio dei loro diritti di voto e di partecipazione, in base alla persistente convinzione che il loro impegno nel controllo sulla gestione e nel dialogo con il *management* avvantaggi comunque il valore di lungo termine dell'impresa¹

L'ordinamento italiano, con il d.lg. n. 27/2010 e con il successivo d.lg. n. 91/2012 (c.d. Decreto correttivo), ha dato attuazione alla citata direttiva modificando e integrando sia la disciplina speciale degli emittenti quotati, sia alcune norme di diritto comune in tema di organi sociali e diritti dei soci, nel solco di un processo di più ampio riconoscimento di diritti di partecipazione degli azionisti di società quotate già avviato con le norme introdotte dal d.lg. n. 58/1998 (e successivamente dalla l. n. 262/2005). Ne è risultato un *mix* di norme imperative e di norme dispositive nel quale la valorizzazione dei diritti di partecipazione degli azionisti è stata in parte affidata ai meccanismi di *opt in* ed *opt out*

(*) Questo scritto è stato destinato al *Liber Amicorum Pietro Abbadessa*.

¹ V. L'Action Plan su *European Company Law and Corporate Governance*, varato dalla Commissione UE nel dicembre 2012 sulla scorta del *Green Paper* del 2011 (consultabile in http://ec.europa.eu/internal_market/company/index_en.htm) e, più recentemente, il *Summary of the informal discussions concerning the initiative on shareholders engagement* e la relativa *Road Map* sulla *Revision of the shareholders' rights directive* del febbraio 2013 (consultabili in http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs).

statutari, nella prospettiva che rimette al mercato il ruolo di selettore delle migliori regole di *governance* elaborate dalle singole società.

Nell'ambito dell'attuale disciplina, pertanto, solo alcuni dei diritti degli azionisti (ad es. il diritto di porre domande prima dell'assemblea, il diritto di presentare proposte su punti già posti all'ordine del giorno), nonché alcune parti della normativa (ad es. l'introduzione della *record date*, la soppressione dei limiti soggettivi e quantitativi al conferimento di deleghe di voto nelle società quotate, gli obblighi di informativa preassembleare nelle forme della relazione sulle materie all'ordine del giorno, gli obblighi di informazione da fornire via *web* sul sito *internet* della società), sono stati introdotti *ex novo* in adempimento delle prescrizioni comunitarie, mentre altre norme poste a tutela delle minoranze di società quotate e i diritti degli azionisti ivi riconosciuti hanno subito soltanto una revisione ed un approfondimento in sede di attuazione della direttiva (tale è il caso, ad es., del diritto di chiedere l'integrazione dell'ordine del giorno o della disciplina del voto per corrispondenza e della sollecitazione di deleghe di voto).

Ciò ha consentito di osservare, in un arco temporale sufficientemente lungo, l'effettività dei diritti riconosciuti, in modo progressivamente più ampio, agli azionisti di società quotate, nonché, più in generale, l'efficacia e l'attendibilità di un modello di *governance* societaria che affida al ruolo degli investitori attivi il monitoraggio sulla correttezza e l'efficienza dell'amministrazione delle grandi imprese e al mercato il compito di valorizzare tale modello premiandone i risultati, in un contesto peraltro segnato da rilevanti cambiamenti nell'organizzazione delle imprese e dei mercati e nelle strategie degli attori che vi operano.

In questa sede non mi occuperò di esaminare specificamente la disciplina dei diritti di partecipazione degli azionisti risultante dalle recenti riforme, già peraltro oggetto di studi ampi e approfonditi², né di entrare nel merito del complesso dibattito sul ruolo e gli effetti dello *shareholder activism* nel miglioramento del risultato imprenditoriale e nel controllo sui gestori dell'impresa.

L'obiettivo di queste brevi riflessioni è invece quello di valutare come le riforme (in atto e già compiute) in tema di diritti di partecipazione degli azionisti, nel quadro delle nuove prassi procedurali favorite dallo sviluppo delle nuove tecnologie, possano incidere sulla fisionomia del procedimento deliberativo delle società di capitali nel suo rapporto con la sua matrice originaria, rappresentata dalla formula collegiale che tuttora, ufficialmente, lo governa.

² Cfr., tra gli altri, AA.VV., *Il recepimento della Direttiva sui diritti degli azionisti – Seminario sul decreto legislativo 27/2010* (atti del convegno svolto presso l'Università degli Studi "La Sapienza" il 29 ottobre 2010, in *Giur. comm.*, 2011, I, 955 ss.; AA.VV., *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti*, in *Leggi civ. comm.*, 2011, 505 ss.; N. ATLANTE, M. STELLA RICHTER JR, *Il recepimento in Italia della direttiva sui diritti degli azionisti e le modificazioni statutarie conseguenti*, in www.notariato.it; P. MONTALENTI, *La Direttiva azionisti e l'informazione preassembleare*, in *Giur. comm.*, 2011, 685 ss.; L. CALVOSA, *L'intervento e il voto in assemblea dopo l'attuazione della Direttiva sull'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, 348 ss.; R. SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della Direttiva azionisti*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 31 ss.; A. BUSANI, *Più partecipazione all'assemblea di società*, in *Soc.*, 2010, 401 ss.; N. ABRIANI, *Il "pungolo gentile" dell'assemblea "mite" tra attivismo degli azionisti e nuova governance societaria. Prime riflessioni sull'attuazione in Italia della Direttiva 2007/36*, in AA.VV., *Studi in onore di M. Foschini*, Padova, 2011, 173 ss.; L. MULA, F. BRUNO, *I diritti preassembleari dei soci nel "Decreto Correttivo"*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 171 ss.

2. *L'impatto della riforma sull'esercizio dei diritti di partecipazione degli azionisti: le valutazioni prognostiche e le analisi empiriche.*

Le riforme che hanno condotto al rafforzamento dei diritti di partecipazione degli azionisti alle attività assembleari di società quotate si fondano sulla convinzione che la disponibilità di nuovi e più sofisticati poteri, diritti e tutele possa contribuire a rimuovere, almeno in parte, la tendenziale apatia degli azionisti estranei al controllo.

Ciò ha comportato una costante attenzione degli osservatori ai profili di effettività dei nuovi istituti, sia, all'inizio, in chiave prevalentemente prognostica (come valutazione del possibile impatto delle nuove disposizioni sui comportamenti degli investitori e pertanto sull'atteso incremento della loro partecipazione al voto e alle assemblee, date certe condizioni di contesto), sia, in tempi più recenti, con l'osservazione del dato empirico e l'analisi, anche su base statistica, dei comportamenti delle società e degli investitori nel vigore della nuova disciplina.

Nella prima prospettiva si è osservato come la scarsità delle iniziative di attivismo degli investitori nelle maggiori società italiane risulti storicamente ascrivibile anche a cause diverse da *deficit* di carattere normativo-istituzionale, e riferibili alla ridotta partecipazione percentuale degli investitori istituzionali nel capitale delle imprese considerate, alla prevalenza, nel nostro sistema, di società a capitale concentrato e a controllo coalizionale che scoraggerebbe (per i suoi connotati di maggiore opacità) l'investimento e la partecipazione al voto di investitori altrimenti attivi, alla concentrazione delle assemblee in un arco temporale molto ristretto³.

A ciò si aggiunge la preferenza per strategie di breve termine degli investitori professionali, dovuta alla diversificazione del portafoglio e ai doveri fiduciari nei confronti dei propri sottoscrittori, che li orienterebbero a privilegiare risultati di valorizzazione immediata dell'investimento.

Ciò non di meno si è confidato nell'utilità della riforma⁴, segnalando l'opportunità di espandere ulteriormente i diritti delle minoranze, in particolare ammettendo con maggiore ampiezza il loro potere propositivo⁵.

In tempi più recenti sono state invece avviate indagini *ex post*, volte sia a misurare gli effetti della riforma sulla crescita della partecipazione alle assemblee di società quotate, sia a verificare se e come le nuove modalità di esercizio dei diritti di *voce* delle minoranze possano incidere sulla fisionomia globale del procedimento deliberativo delle società.

E sul punto, se da un lato si è già registrato un sensibile incremento della partecipazione degli investitori istituzionali alle assemblee, da ascrivere verosimilmente all'introduzione della *record date*⁶,

³ Cfr., tra gli altri, M. BIANCHI, Relazione al convegno svolto presso l'Università degli Studi «La Sapienza» il 29 ottobre 2010, pubblicata in AA.VV., *Il recepimento della Direttiva sui diritti degli azionisti*, (nt. 2), 955 ss.

⁴ In particolare sono ritenute novità di maggiore impatto per il conseguimento degli obiettivi programmati, la rimozione del blocco delle azioni prima dell'assemblea, la semplificazione del procedimento di sollecitazione di deleghe di voto con l'eliminazione della necessità dell'intervento dell'intermediario, la previsione della possibilità per l'assemblea di deliberare in un'unica convocazione (così M. BIANCHI, Relazione al convegno svolto presso l'Università degli Studi «La Sapienza» il 29 ottobre 2010, (nt.2), 962 ss.).

⁵ Cfr gli interventi di F. DENOZZA, V. CALANDRA BUONAURA, in AA.VV., *Il recepimento della Direttiva sui diritti degli azionisti*, (nt. 2), 976 ss. e 987 ss.

⁶ Cfr. la ricerca condotta presso l'Università L. Bocconi su un campione di società quotate italiane a maggiore capitalizzazione, e presentata al convegno dal titolo «A quindici anni dal TUF. Bilanci e prospettive», svolto a Milano presso

dall'altro si è osservato un affievolimento delle dinamiche più propriamente assembleari, attribuibile ad una sorta di "burocratizzazione" dell'assemblea, che si assume sia indotta in gran parte proprio dall'ossequio ai dettagliati adempimenti procedurali richiesti dalla nuova disciplina sui diritti degli azionisti e alla loro prevalente collocazione in un tempo che precede quello della riunione assembleare. In particolare, l'enfasi posta dalla riforma sull'informazione preassembleare e la possibilità concessa ai soci di porre domande anche prima della riunione, finirebbero per deprimere ulteriormente le funzioni dell'assemblea, annullando perfino quella sua funzione informativa che pareva sopravvivere alla legittimazione delle forme di voto extrassembleare e al conseguente ridimensionamento della funzione ponderatoria e compositoria rimesse al dibattito tra i soci⁷.

Di qui la domanda se quelle regole non possano meritare un'ulteriore revisione, che tenga conto della persistente irrilevanza del momento prettamente collegiale nella definizione degli esiti delle decisioni sociali e della rilevata insensibilità di tali esiti agli effetti della discussione assembleare⁸.

3. Nuove modalità di svolgimento del procedimento deliberativo e funzioni della collegialità.

La recente riforma in tema di diritti di partecipazione degli azionisti esprime un potenziale di sicura innovazione sulla fisionomia del procedimento assembleare nelle società quotate. I doveri e i diritti di informazione preassembleare, l'obbligo della società di pubblicare sul proprio sito *internet* le informazioni dovute agli azionisti in vista dell'assemblea e la facoltà di utilizzarlo per fornire le risposte alle domande ricevute, unitamente alla spontanea creazione di *forum* di discussione sul *web* in cui gli azionisti esprimono e scambiano le loro idee e opinioni sulle vicende e le decisioni sociali (già peraltro riconosciuti e regolati da alcuni ordinamenti stranieri) paiono in grado di esternalizzare perfino il momento del dibattito tra i soci tradizionalmente affidato alla riunione assembleare⁹.

l'Università L. Bocconi il 13 e 14 giugno 2013. La misurazione del tasso di incremento della partecipazione alle assemblee del campione di società osservato è stata effettuata confrontando i dati riferibili al triennio successivo alla riforma del 2010 con quelli riferibili al triennio precedente. Per risultati parzialmente analoghi ottenuti con riferimento all'ambito delle assemblee di società costituite nei diversi paesi europei v. C. VAN DER ELST, *Shareholder Rights and Shareholder Activism: The Role of the General Meeting of Shareholders*, in www.ssrn.com.

⁷ Cfr. M. NOTARI, *Diritti di voice degli azionisti e tutela delle minoranze*, (Relazione presentata al convegno dal titolo «A quindici anni dal TUF. Bilanci e prospettive», Milano, 13-14 giugno 2013) inedita, che ho potuto consultare grazie alla cortesia dell'Autore. Sulla funzione informativa e istruttoria della collegialità v. S. ROSSI, *Il voto extrassembleare nelle società di capitali*, Milano, 1997, 164 ss.; B. LIBONATI, *Assemblea e patti parasociali*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I, 463 ss., *ivi* 479 s.

⁸ Per M. NOTARI, *Diritti di voice degli azionisti*, (nt. 7), si potrebbe anche valutare l'opportunità di disporre una parziale compressione del diritto del singolo socio di prendere la parola in assemblea, riservandolo ai titolari di percentuali qualificate del capitale sociale, considerato che l'interesse ad esprimere opinioni, formulare domande e proposte alla società ed ai suoi amministratori può essere ora adeguatamente soddisfatto nella fase che precede l'assemblea, attraverso l'invio e lo scambio di comunicazioni preventive e l'eventuale loro pubblicazione sul sito *internet* della società. L'A. ritiene invece che l'obiettivo di favorire una più ampia partecipazione dei soci al voto possa essere meglio perseguito obbligando le società a consentire ai soci l'esercizio del voto a distanza, per corrispondenza o con voto elettronico (soluzione attualmente rimessa all'*opt in* statutario, e di fatto, riconosciuta da pochissimi statuti) e a rafforzare i diritti di iniziativa e proposta delle minoranze attive, semplificandone e agevolandone l'esercizio.

⁹ Sulla comunicazione tra azionisti che può svilupparsi nell'ambito dei *forum* sul *web* v. L. M. FAIRFAX, *Shareholder Democracy*, Durham, 2011, 118 (che pone peraltro dubbi sulla loro efficacia ed utilità); sugli ordinamenti europei che disciplinano i *forum* degli azionisti v. G. CAMPUS, *Intervento e informazione nelle assemblee on line di società quotate tra legislazione nazionale e comunitaria*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, 457 ss., *ivi* 460, testo e nt. 7.

Viene quindi da chiedersi se ci si stia avviando verso un futuro in cui la riunione tra i soci, sotto la spinta delle nuove regole procedimentali, ma anche degli strumenti della *information technology*, possa vedere talmente ridimensionate le sue funzioni da condurre ad ammettere, anche nelle società per azioni, l'assunzione di deliberazioni non assembleari, adottate con metodo di tipo referendario o con tecniche di partecipazione puramente passive ad una consultazione telematica, come già previsto da alcuni ordinamenti contemporanei¹⁰.

La direttiva UE sui diritti degli azionisti, del resto, sebbene regoli il voto elettronico continuando a presupporre la convocazione di un'assemblea reale (art. 8)¹¹, ciò non di meno pare autorizzare un uso più "estremo" delle modalità telematiche in materia, poiché fa salve le regole che gli Stati membri possano aver adottato (o voler adottare) relativamente all'uso di «qualsiasi forma di partecipazione con mezzi elettronici» al «processo decisionale» della società (v. art. 8, ult. co.)

In realtà, il legislatore italiano, già prima che intervenisse la direttiva UE sui diritti degli azionisti a chiedere di agevolare la possibilità del voto a distanza e di modificare il procedimento deliberativo in modo da renderlo funzionale a tali nuove modalità di espressione del voto, ha accolto una concezione del metodo collegiale come procedimento deliberativo che può prescindere dall'effettivo sviluppo del dibattito assembleare. Infatti, non solo ha ammesso, nelle società a responsabilità limitata, la possibilità di raccogliere i consensi dei soci per iscritto, ma, già con le discipline in tema di voto per corrispondenza, voto per delega e patti parasociali di cui al d.lg. n. 58/1998 (ed ancor prima alla l. n. 474/1994), ha legittimato la formazione del voto in sede extrassembleare anche nel modello azionario, ove pur ha conservato la formula collegiale (e pertanto la necessità delle riunioni).

Per altro verso, la dottrina pubblicistica, che più approfonditamente ha indagato le caratteristiche funzionali della collegialità con riguardo ai collegi amministrativi, aveva già da tempo evidenziato che solo nei collegi c.d. "reali", cui è rimessa la ponderazione di un interesse unitario e superiore rispetto a quello dei suoi componenti, la fase della discussione è necessaria e la partecipazione in alcuni casi addirittura imposta dal legislatore. I collegi reali, tuttavia, rappresentano una netta minoranza nell'ambito della stessa collegialità amministrativa, ove prevalgono, viceversa, i collegi c.d. "virtuali", con esclusiva funzione di composizione di interessi diversi, nei quali la discussione non solo è attività del tutto eventuale, ma è talora suscettibile di essere legittimamente esclusa dallo stesso organo deliberante¹².

¹⁰ V. *infra*, § 5.

¹¹ L'art. 8 della direttiva individua, infatti, tre modalità alternative in cui le società possono consentire la partecipazione all'assemblea con mezzi elettronici, che sono: «a) la trasmissione in tempo reale dell'assemblea; b) la comunicazione a due vie, in tempo reale, che consenta agli azionisti di intervenire in assemblea da un'altra località; c) un meccanismo per esercitare il diritto di voto, prima dell'assemblea o durante il suo svolgimento, senza che sia necessario designare un rappresentante fisicamente presente alla stessa».

¹² Cfr. S. VALENTINI, *La collegialità nella teoria dell'organizzazione*, Milano, 1980, 297. L'A., in particolare, dà conto della prassi di escludere la discussione nei collegi eligenti e di alcune teorie che ne affermano addirittura il divieto in questi casi. Sottolinea comunque che, laddove vi siano interessi o orientamenti già preliminarmente condivisi dai componenti di maggioranza, l'utilità della discussione verrebbe naturalmente meno, mancando la necessità attuale di operare una ricomposizione di interessi o di punti di vista. Tra gli studiosi di diritto commerciale, l'estraneità di ogni funzione di ponderazione collettiva alle attività rimesse all'assemblea di società di capitali, anche nel confronto con la ponderazione affidata ai collegi di diritto pubblico, era stata già colta da P. ABBADESSA, *Deliberazioni senza assemblea*, in *Riv. dir. comm.*, 1968, I, 300 ss., *ivi* 307.

Quella stessa dottrina, peraltro, segnalava che la flessibilità e la modularità delle regole che compongono il procedimento collegiale nei collegi amministrativi consegue alle ragioni per le quali il legislatore sceglie, di volta in volta, di governare l'assunzione di una decisione attraverso la costituzione di un collegio (garanzia di imparzialità nel perseguimento dell'interesse pubblico, mediazione con interessi esterni a quelli dell'amministrazione, mero accesso al procedimento di interessi terzi) nel quale la riunione personale non è necessariamente funzionale a consentire la discussione tra presenti, ma a volte è soltanto finalizzata ad assicurare la presenza contestuale dei portatori di interessi esterni all'amministrazione, in posizione minoritaria rispetto ad essa (e pertanto privi di un potere reale di condizionare la decisione), a garanzia e controllo della sua azione ed, eventualmente, dell'esecuzione di accordi già negoziati in altra sede¹³.

Ne deriva che l'elemento caratterizzante del procedimento collegiale non risiede tanto nella possibilità di svolgimento (e tanto meno nello svolgimento effettivo) della discussione tra i partecipanti, quanto piuttosto nella costituzione del gruppo deliberante in collegio, dove normalmente è concesso il diritto di prendere la parola a coloro che vi partecipano, ma la cui funzione non è necessariamente quella di assicurare lo sviluppo di una discussione quale passaggio necessario per l'assunzione di una decisione.

C'è quindi da chiedersi se anche nel procedimento deliberativo delle società per azioni, in considerazione delle novità introdotte dalle nuove regole e dalle nuove prassi, vi sia ancora motivo di conservare la formula collegiale¹⁴, consentendo ai soci di deliberare solo se riuniti in collegio, anche laddove la discussione assembleare perda intensità e rilevanza, e anche laddove, per ipotesi, il diritto di discussione dovesse essere limitato o compresso. C'è da chiedersi, cioè, se la costituzione dei soci in collegio, e pertanto la necessità della loro riunione in un'unità di tempo e di luogo a seguito di regolare convocazione, rivesta ancora qualche specifica utilità indipendentemente dall'esercizio del diritto di intervento e di parola che può avvenire in quella sede.

4. *Le convocazioni plurime dell'assemblea e la funzione compositoria del metodo collegiale.*

Una testimonianza della persistente utilità della regola collegiale, che prescinde dalla sua strumentalità a procurare la discussione tra i soci presenti, mi pare si possa rintracciare già nelle nuove regole in tema di convocazione di assemblea nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

Come è noto, il d.lg. n. 27/2010 è intervenuto a modificare anche la disciplina della convocazione assembleare (artt. 2369 c.c. e 126, d.lg. n. 58/1998), consentendo alle società quotate e a quelle a

¹³ Cfr. F. ZUELLI, *Le collegialità amministrative*, Milano, 1985, 129 ss.

¹⁴ La materia è ora regolata, nelle società quotate, dall'art. 127 d.lg. n. 58/1998 che rimette al potere regolamentare della Consob la disciplina delle modalità di svolgimento dell'assemblea nei casi previsti dall'art. 2370 c.c. il quale, a sua volta, autorizza gli statuti a «consentire l'intervento all'assemblea mediante mezzi di telecomunicazione ovvero l'espressione del voto per corrispondenza o in via elettronica». La Consob ha a sua volta indicato le forme di partecipazione all'assemblea mediante mezzi elettronici in quelle che consistano in una delle seguenti: «a) trasmissione in tempo reale dell'assemblea; b) comunicazione a due vie, in tempo reale, che consenta agli azionisti di intervenire in assemblea da un'altra località; c) un meccanismo per esercitare il diritto di voto, prima dell'assemblea o durante il suo svolgimento, senza che sia necessario designare un rappresentante fisicamente presente alla stessa» (art. 143-bis, reg. Emittenti).

capitale diffuso di optare per la convocazione unica di assemblea, con possibilità, per quest'ultima, di deliberare immediatamente con i più ridotti quozienti previsti per le convocazioni successive.

La norma è stata ulteriormente modificata dal d.lg. n. 91/2012 – [art. 1, 2° co., lett. a)] che ha elevato al rango di regola legale (e residuale), la convocazione unica, operante con i *quorum* sopra indicati, lasciando agli statuti la possibilità di disporre «*diversamente*».

Questa innovazione non era stata direttamente richiesta dalla direttiva sui diritti degli azionisti e, se da un lato può apparire coerente con gli obiettivi del legislatore comunitario laddove prova ad omologare la nostra disciplina a quella di altri paesi europei che non adottano la regola delle convocazioni plurime¹⁵, dall'altro si può osservare come la sua derogabilità ad opera dello statuto introduca elementi di incertezza in grado di minimizzare tali effetti e di frustrarne in gran parte l'obiettivo (soprattutto ove la scelta tra le due soluzioni sia rimessa dallo statuto all'organo amministrativo, come ora previsto da molte società).

Pertanto, più che a tutela della partecipazione degli azionisti, le nuove regole sulla convocazione assembleare di società aperte al mercato sembrerebbero andare a vantaggio della società e del suo interesse a ridurre i costi di organizzazione dell'assemblea e a raggiungere immediatamente il *quorum* deliberativo.

In realtà, ad un esame più approfondito, ed osservando le scelte effettuate dagli statuti delle maggiori società quotate italiane in materia di convocazione di assemblea, la norma pare rivelare una *ratio* più complessa.

In primo luogo è evidente che, così come riformata, la disciplina della seconda convocazione (e delle convocazioni successive) perde la sua originaria finalità, quella cioè di consentire alla società di raggiungere le maggioranze richieste per deliberare (tramite la previsione di una o più riunioni successive e la progressiva riduzione dei quozienti). Con le nuove regole, infatti, la facilità deliberativa sarebbe in ogni caso assicurata poiché l'assemblea riunita in convocazione unica può immediatamente deliberare con i più bassi quozienti previsti dalla legge.

È tuttavia da escludere che il legislatore abbia voluto conservare, per mero ossequio alla tradizione, una regola divenuta inutile. D'altro canto si può osservare come molti statuti di società quotate abbiano lasciato sopravvivere le convocazioni plurime di assemblea, conservando la relativa opzione nelle regole della propria organizzazione e generalmente rimettendone l'attivazione all'organo amministrativo in occasione della convocazione dell'assemblea¹⁶. Ciò fa dedurre, non solo che la regola sulle convocazioni successive svolge tuttora una precisa funzione nel procedimento, seppure diversa da quella

¹⁵ L. ENRIQUES, *Commento all'art. 2369 c.c.*, in *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti*, a cura di Guerrieri, in *Leggi civ. comm.*, 2011, 350 ss.

¹⁶ V., ad. es., gli statuti di Telecom Italia s.p.a., Assicurazioni Generali s.p.a., Terna s.p.a., Dea Capital s.p.a. L'Assonime, in uno studio condotto prima dell'approvazione del Decreto Correttivo del 2012, aveva già rilevato che circa il 68% del campione di statuti esaminati aveva optato per la convocazione unica (all'epoca rimessa all'*opt in* statutario), ma solo il 4 % del campione aveva prescelto tale soluzione come esclusiva. Il restante 96% aveva rimesso tale scelta al consiglio di amministrazione, lasciando pertanto sopravvivere la regola delle convocazioni plurime come regola alternativa secondo la decisione adottata volta per volta dall'organo amministrativo. Cfr. V. ALLOTTI, P. SPATOLA, *Le assemblee delle società quotate: il d.lgs. n. 27 del 27 gennaio 2010, le prime esperienze applicative nel 2011 e il decreto correttivo del 2012 (d.lgs. n. 91 del 18 giugno 2012)*, in *www.assonime.it*, 16-17. Pare quindi che alla possibilità di convocazioni plurime le società annettano un'utilità reale, e che pertanto, ove applicata, restituisca un ruolo effettivo anche alla prima convocazione, come occasione di vera riunione dei soci (e non solo come mera formalità da adempiere, senza impegno di partecipazione, in vista della convocazione successiva).

tradizionalmente assolta, ma che verosimilmente sopperisce ad esigenze comunque avvertite dalle stesse società.

Sul punto si è osservato che la regola delle convocazioni successive, così come è ora concepita, si rivela soprattutto funzionale a verificare la possibilità di assumere la deliberazione nell'ambito di un collegio più ampiamente rappresentativo della base sociale e con il più ampio consenso richiesto dai *quorum* deliberativi di prima convocazione¹⁷. Risulterebbe così valorizzata la funzione compositoria del metodo assembleare e la sua capacità di contenere la conflittualità tra soci legata ad iniziative di contestazione (impugnazione di delibere, esercizio del recesso, ecc.) dei soci assenti e dissenzienti

In realtà quell'obiettivo può essere più efficacemente conseguito solo se si offre ai proponenti la possibilità di adattare le proposte in funzione delle aspettative dei gruppi il cui consenso si vuole ottenere.

In questa prospettiva, il sistema delle convocazioni plurime pare effettivamente in grado di favorire la composizione di interessi tra soci (o tra gruppi di soci) se lo si osserva in relazione alla facoltà, ora concessa dall'art. 126, 1° co., d.lg. n. 58/1998 (come modificato dal Decreto correttivo del 2012) alle società quotate che abbiano previsto nei loro statuti la possibilità di convocazioni successive, di convocare una «nuova assemblea» quando la data della seconda o delle ulteriori convocazioni non sia stata indicata nell'avviso di convocazione della prima, con possibilità, quindi, non solo di sanatoria postuma di eventuali vizi dell'originaria convocazione, ma anche di integrazione e/o modifica dell'ordine del giorno (in cui va ricompreso il potere di formulare proposte nuove sulle materie già indicate) e di presentazione di nuove liste¹⁸ ad una adunanza legittimata a deliberare con i ridotti quozienti previsti dalla legge.

In base a tale disciplina, la seconda convocazione, con la possibilità di deliberare in quella sede su materie e proposte nuove o modificate, può risultare funzionale a consentire al gruppo di maggioranza successivamente alla prima convocazione la ricerca di un consenso allargato, e, ove necessario, del consenso di quegli investitori che abbiano esercitato (restando assenti alla prima convocazione) o possano esercitare (partecipando alla convocazione successiva e così elevando il *quorum* deliberativo) un potere di veto sull'assunzione della decisione.

Analogamente, quando l'assemblea sia chiamata a deliberare su proposte presentate dalle minoranze (tramite l'esercizio dei diritti di convocazione di assemblea o di integrazione dell'ordine del giorno), il sistema delle convocazioni plurime potrebbe consentire al gruppo di controllo di valutare anticipatamente le *chances* di successo dell'iniziativa nei casi in cui, pur mancando il numero legale in

¹⁷ Così N. ATLANTE, M. STELLA RICHTER JR, *Il recepimento*, (nt. 2), 6 ss. per i quali il sistema delle convocazioni plurime «rispond[e] solo alla tutela dell'interesse dei soci a fare in modo che vi sia (almeno in astratto) la possibilità che dal confronto assembleare e dal dibattito si giunga nella prima riunione a deliberazioni maggiormente condivise». In questa prospettiva anche la rimessione dell'opzione agli amministratori risulterebbe legittima perché in fondo funzionale ad un risultato che è (anche) nell'interesse delle minoranze. Del resto non pare che la decisione se procedere con una o più convocazioni possa prestarsi ad usi strumentali. Anche il rischio di accentuare l'*empty voting* collegato al prolungamento degli effetti della *record date* in presenza di convocazioni plurime difficilmente potrebbe essere sfruttato strategicamente dagli amministratori (in tal senso v. invece L. ENRIQUES, *Commento all'art. 2369 c.c.*, in AA.VV., *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti*, (nt. 15), 550 ss., *ivi* a 553 che non spiega tuttavia quale vantaggio potrebbero ricevere gli amministratori o il gruppo di controllo da un'espansione degli effetti della *record date* e del conseguente *empty voting*).

¹⁸ Come si ricava dallo stesso art. 126, d.lg. n. 58/1998, che consente in tal caso un termine di nuova convocazione abbreviato solo se non si modifichi l'elenco delle materie da trattare e che consente altresì la presentazione di nuove liste.

prima convocazione, la minoranza abbia dimostrato di poter contare su una percentuale di consensi non irrilevante¹⁹.

Se così fosse, si dovrebbe concludere che il metodo collegiale può svolgere una funzione compositoria indipendentemente dalle regole relative al diritto di discussione dei soci e che l'accordo capace di ottenere il consenso della maggioranza non necessariamente si produce come esito di un dibattito realmente attivato tra i membri del collegio riuniti in assemblea. Potrebbe invece conseguire ad accordi negoziati altrove (anche in sedi diverse dall'assemblea) o addirittura a mere strategie unilaterali delle parti (ad. es. di mera desistenza), peraltro agevolati da regole procedurali come quelle appena esaminate che pure governano il procedimento decisionale e che tuttavia, come nel caso di specie, non potrebbero operare se il gruppo dei soci non fosse costituito in collegio (se si adottasse, cioè, un metodo di votazione di tipo essenzialmente referendario).

Più in generale, la funzione compositoria della collegialità, pur agevolata dal confronto e dallo scambio di opinioni, pare poter prescindere dallo stesso effettivo sviluppo di una discussione in assemblea.

Infatti, al di là del sistema delle convocazioni plurime, i suoi effetti di composizione possono risultare garantiti anche ove l'assemblea si riunisca in convocazione unica già solo grazie alla costituzione del collegio e alla possibilità di censire in quella sede gli intervenuti, le percentuali di capitale da essi detenute (in proprio o per delega) e il *quorum* necessario per deliberare, la capacità delle minoranze di incidere sui risultati della votazione, le loro eventuali coalizioni, e in base a ciò valutare, già prima di passare alla votazione, i possibili esiti del procedimento e deliberare sulle specifiche strategie.

E sul punto, anche chi sottolinea la perdita di efficacia, e quindi di utilità, della fase della discussione nelle assemblee delle società quotate ritiene, ciò non di meno, che la riunione personale dei soci resti una fase essenziale del procedimento perché rappresenta «il luogo in cui ci si conta», il momento e l'occasione di verifica delle posizioni di potere dei soci e delle loro coalizioni²⁰.

Quegli effetti, tuttavia, possono essere apprezzati non tanto e non solo come funzionali ad una mera presa d'atto delle condizioni di forza dei partecipanti (per la quale basterebbe osservare il risultato finale della votazione), quanto in una prospettiva dinamica, rilevante nell'ambito dello stesso procedimento deliberativo e collegata alla gestione dei rapporti interni alla compagine sociale, quando una dialettica tra gruppi di soci sia stata attivata o si possa realisticamente attivare, anche al di fuori dello

¹⁹ Che quella appena indicata possa risultare una funzione affidata alla disciplina delle convocazioni plurime di società quotate mi pare si possa evincere proprio dalla possibilità, espressamente concessa dalla legge, di modificare l'ordine del giorno con riferimento ad un'assemblea destinata a riunirsi entro un termine molto breve, non superiore cioè ai trenta giorni previsti dalla legge. La legge, pertanto, non si limita ad ammettere l'ampliamento dell'ordine del giorno, come sarebbe ragionevole se la norma avesse il solo obiettivo di sfruttare la successiva convocazione di assemblea per deliberare su questioni di competenza dei soci divenute *medio tempore* rilevanti, ma consente espressamente la modifica dell'ordine del giorno e la presentazione di nuove liste, ciò che pare coerente soprattutto con l'obiettivo di favorire, per così dire "in corsa", e precisamente nell'intervallo di tempo che intercorre tra le convocazioni, il raggiungimento di soluzioni condivise da quella percentuale di soci che si potrebbe stimare necessaria in considerazione dell'affluenza all'assemblea già osservata in occasione della prima convocazione.

²⁰ Così F. CARBONETTI, *Il regolamento di assemblea*, in *Riv. società*, 2001, 156 ss., *ivi* 164; D'ALESSANDRO, *Un nuovo ruolo per l'assemblea nella società per azioni*, in AA.VV., *Verso un nuovo diritto societario*, a cura dell'Associazione D. Preite, Bologna, 2002, 153 ss., *ivi* 161 e più recentemente M. NOTARI, *Diritti di voice degli azionisti*, (nt. 7).

spazio e del tempo della riunione assembleare, e possa trovare in assemblea la sua definizione²¹. In particolare, anche se si tratta di una eventualità infrequente (ma il dato statistico e fattuale non pare poter incidere sulle caratteristiche del modello), questi scenari potrebbero rendere talora necessario procedere alla modifica, nel corso dell'assemblea, delle proposte messe ai voti, richiedendo a tal fine una serie di operazioni che in assenza della formula collegiale risulterebbe ben difficile realizzare²².

5. *L'esperienza dei virtual shareholders meetings.*

Discipline che consentono anche alle società per azioni, presenti certe condizioni, di deliberare senza assemblea (e talora senza convocazione) sono già state introdotte in alcuni ordinamenti stranieri.

Non si tratta soltanto del ricorso al voto elettronico o a forme di partecipazione in collegamento audio-video, che presuppongono comunque la costituzione dell'assemblea in un luogo fisico e la possibilità dei soci distanti di partecipare ai suoi lavori in video o tele conferenza²³. Si tratta invece di procedure che ammettono la raccolta dei consensi per iscritto o, in altri casi, l'assunzione della decisione tramite una consultazione esclusivamente telematica, in cui ai soci è data la sola possibilità di esprimere il proprio voto, in un arco temporale predeterminato, di seguire (via audio o attraverso comunicazioni scritte) l'andamento delle operazioni, con facoltà di inviare quesiti alla società tramite *e-mail* durante il loro svolgimento.

Una procedura del primo tipo è stata introdotta dal *Model Business Corporation Act*. La consultazione per iscritto (senza assemblea e senza convocazione) è ammessa in caso di consenso unanime, ma anche (su *opt in* statutario) nel caso di approvazione a maggioranza ove i consensi raggiungano il quoziente che sarebbe richiesto se al voto partecipasse l'intero capitale sociale (§ 7.04)²⁴.

Tra le procedure del secondo tipo, si possono invece annoverare le c.d. assemblee virtuali (*virtual shareholders meetings*), nella formula che è stata definita «*remote only*», in cui la consultazione avviene esclusivamente *on line*. In questi casi si richiede anzitutto la predisposizione di accorgimenti tecnici idonei a consentire una corretta verifica della titolarità del diritto di voto. Si chiede poi di dare modo a

²¹ Prospettiva che emerge in parte nelle tesi degli autori citati alla nt. 20 e in particolare nella ricostruzione di D'Alessandro.

²² Nelle consultazioni esclusivamente telematiche è quasi impossibile regolare adeguatamente la modifica della proposta nel corso della procedura e le sorti dei voti già espressi, né soluzioni adottate dagli attuali ordinamenti relativamente ai voti già espressi per delega o per corrispondenza prima dell'assemblea paiono idonee allo scopo. Si tratta infatti di situazioni diverse, sia perché in tali casi la proposta viene modificata comunque nell'ambito di una riunione "reale" e tra presenti, sia perché la percentuale dei voti espressi a distanza in questi casi è normalmente modesta.

²³ In tal caso infatti, la procedura si approssima molto a quella che tipicamente si svolge in un'adunanza di persone presenti ed offre ai soci garanzie sostanzialmente analoghe, tanto da essere ammessa anche in quegli ordinamenti (come quello italiano) che tuttora regolano l'assemblea secondo il modello collegiale. Sul punto v. A. PALAZZOLO, *La telematica nelle riunioni societarie*, in *Leggi civ. comm.*, 2003, II, 271 ss., *ivi* 277, il quale rileva come un'assemblea virtuale possa in realtà replicare fedelmente un'assemblea reale quando, con l'ausilio della telematica, si riescano a riprodurre tutte le condizioni tipiche della riunione in un tempo e in un luogo fisici. Sull'impatto che l'utilizzo delle tecnologie informatiche può avere sulla fisionomia del procedimento deliberativo di società e sulla loro compatibilità con le caratteristiche del metodo collegiale v. CAMPUS, *Intervento e informazione nelle assemblee on line*, (nt. 9); S. TURELLI, *Assemblea di società per azioni e nuove tecnologie*, in *Riv. società*, 2004, 116 ss.; R. GUIDOTTI, *Partecipazione virtuale alle riunioni degli organi societari e riforma delle società non quotate*, in *Notariato*, 2002, 211 ss.

²⁴ Quando la nomina degli amministratori avviene con queste modalità, è inoltre consentito alla società di evitare la convocazione dell'assemblea annuale (§ 7.01).

tutti gli aventi diritto di esprimere il proprio voto e di seguire lo svolgimento della procedura di cui dovrà essere prevista una registrazione. Non sempre è garantita ai partecipanti la possibilità di comunicare tra loro o con la società durante lo svolgimento della procedura perché la normativa in molti casi dichiara sufficiente che ai soci collegati *on line* sia concesso di seguire il procedimento in modo passivo, via audio o attraverso comunicazioni scritte («*read or hear in real time*») ²⁵.

In quest'ultimo caso, il sistema di votazione si approssima ad un sistema di tipo referendario poiché i partecipanti vengono censiti individualmente e, dopo aver esercitato il loro diritto di voto, possono scollarsi liberamente.

Il primo ordinamento a consentire agli statuti di introdurre una simile modalità di voto è stato quello del Delaware, con una legge del 2000, seguito da leggi adottate da altri Stati nordamericani ²⁶. In Europa, solo la Danimarca, al momento, ammette e regola le assemblee esclusivamente virtuali ²⁷.

La decisione di procedere con il voto elettronico è generalmente rimessa agli amministratori.

Se la raccolta di consensi per iscritto prevista dal MBCA difficilmente può trovare applicazione nelle società aperte al mercato, data la misura del *quorum* richiesto per la decisione, le procedure di voto elettronico nella formula *remote only* sono state talora attivate da alcune società.

Tuttavia, contrariamente a quanto si potrebbe immaginare in considerazione della diffusione delle tecnologie informatiche nelle attività delle moderne organizzazioni, il loro uso è tutt'altro che frequente, e ciò sia a causa delle incertezze sul piano della stretta *compliance* ad una normativa non del tutto consolidata (si pensi solo ai rischi di invalidità della procedura ove si verificano disfunzioni di tipo tecnico nel collegamento *on line*), sia ad alcune riserve che, sul piano sistematico, sono state sollevate dagli interpreti e dagli stessi operatori.

L'utilità delle assemblee puramente virtuali risulta, infatti, piuttosto controversa e il sospetto che tale metodo possa compromettere in modo significativo la dialettica interna alla compagine sociale e la trasparenza dell'azione della società e dei suoi amministratori è stato talora avanzato, sia in sede di commento alla disciplina, sia nelle iniziative di alcuni investitori attivi e delle loro organizzazioni.

Si osserva in primo luogo che la relazione tra azionisti e società, limitata ad una comunicazione scritta e telematica, perderebbe quell'efficacia che solo una dialettica reale può garantire, e che, per altro

²⁵ Cfr. L. M. FAIRFAX, *Virtual Shareholders Meeting Reconsidered*, in *Seton Hall Law Rev.*, 2010, 1367 ss.; A. VAN DER KRANS, *The Virtual Shareholders Meeting: How to make it work?*, in *Journal of International Commercial Law and Technology*, 2007, 32 ss.

²⁶ Come segnalato, alcuni ordinamenti richiedono che ai soci sia permesso di comunicare agli altri e alla società la propria opinione, mediante dichiarazioni di voto che la società deve opportunamente circolarizzare, ma in molti casi è sufficiente che la società consenta ai soci di seguire, in modo passivo, lo sviluppo della procedura. Il Delaware, la California, il Kansas, il Kentucky ed altri ancora, stabiliscono soltanto che «*the corporation shall implement reasonable measures to provide such stockholders and proxyholders a reasonable opportunity to participate in the meeting and to vote on matters submitted to the stockholders, including an opportunity to read or hear the proceedings of the meeting substantially concurrently with such proceedings*»; la Florida e l'Illinois chiedono invece che sia concessa altresì ai soci «*an opportunity to communicate with each other*» (il Minnesota e il North Dakota chiedono che sia consentito «*to have the shareholder's remarks heard or read by other participants*»).

²⁷ In Danimarca la facoltà per le società di tenere assemblee in modalità esclusivamente elettronica è stata introdotta nel 2003 nell'ambito di un intervento di riforma della disciplina delle società di capitali. La disciplina danese richiede che ai soci sia consentito comunicare tra loro e con la società. Sul tema v. W. M. PEMMELAAR, *Towards a Virtual General Meeting: 'I accept' or 'I decline'?*, in *Utrecht Law Rev.*, 2008, 163 ss., *ivi* 170 ss.

C'è da osservare tuttavia, che molti ordinamenti consentono oggi la possibilità di fare ricorso a modalità elettroniche per lo svolgimento dell'assemblea, ma non chiariscono se l'assemblea possa svolgersi in modalità esclusivamente elettroniche (v. sul punto, tra gli altri, H. M. ALI, J. Z. HASSIM, Z. A. ZAINOL, *Some Legal Uncertainties in Electronic Corporate Meetings*, in *Int. Journal of Computer Theory and Engineering*, 20013, 284 ss.)

verso, la trasmissione esclusivamente a distanza, e in forma scritta, dell'informazione dovuta agli azionisti potrebbe consentire agli amministratori di limitarsi a risposte elusive e stereotipate e, in ultima analisi, di proteggersi da quell'*accountability* che solo nel confronto personale può essere adeguatamente sollecitata²⁸.

La consultazione elettronica così concepita comprimerebbe inoltre la possibilità di instaurare un dialogo interno alla compagine sociale. Non sempre infatti è previsto che gli azionisti possano comunicare tra loro durante la procedura, né che siano predisposte soluzioni tecniche idonee allo scopo. Lo stesso contatto con il *management* della società, già limitato ad uno scambio di domande e risposte scritte, non potrebbe che restare confinato al rapporto tra i diretti interlocutori, dal momento che la creazione di un *bulletin*, in cui gli interventi dei partecipanti possano essere resi pubblici tramite una progressiva registrazione, è una opzione soltanto facoltativa²⁹.

Perfino il gruppo di controllo, in alcuni casi, potrebbe vedere pregiudicati i propri interessi quando la società delibera con quelle procedure. Si è segnalato, infatti, il rischio di imprevedibilità del voto, sia perché le procure possono essere conferite in via elettronica e pertanto revocate fino all'ultimo istante della procedura, sia perché lo stesso voto può essere espresso «*last minute*», e, laddove l'esito della votazione non sia scontato, ciò potrebbe sorprendere la stessa società e i suoi amministratori impedendo di valutare strategie e soluzioni alternative³⁰, in particolare quando al voto partecipino minoranze attive (e magari i soci siano chiamati ad esprimersi su proposte che le stesse minoranze hanno posto all'ordine del giorno).

Il tutto a fronte di un vantaggio piuttosto modesto, consistente nel risparmio dei costi di convocazione e svolgimento dell'assemblea che potrebbe conseguire la società³¹.

I *remote only meetings* non paiono godere di maggior credito presso gli investitori, non solo per le ragioni esposte sopra, ma anche, talora, per motivi di tipo strettamente tecnico-operativo, come la frequente caduta della connessione, la difficoltà di interrompere la procedura per trasmettere (ove consentito) le proprie dichiarazioni o domande agli amministratori, l'impossibilità di percepire gli "umori" e le reazioni dei partecipanti e di ottenere risposte dirette, e non precostituite, dagli

²⁸ Cfr. L. M. FAIRFAX, *Virtual Shareholders Meeting Reconsidered*, (nt. 25), 1391 ss., E. BOROS, *Virtual Shareholder Meetings: Who Decides How Companies Make Decisions?*, in *Melbourne Univ. Law Rev.*, 2004 (28), 265 ss., *ivi* 274. In questa prospettiva anche la burocratizzazione delle assemblee osservata in relazione al nostro ordinamento potrebbe risultare non tanto una conseguenza delle scelte degli investitori, quanto piuttosto un effetto collaterale della concentrazione nella fase preliminare degli adempimenti informativi e organizzativi ora richiesti alla società e pertanto, più che una mera presa d'atto, potrebbe meritare delle contromisure e degli antidoti, conservando ai soci la facoltà e il diritto di prendere la parola in assemblea.

²⁹ Cfr. L. M. FAIRFAX, *Virtual Shareholders Meeting Reconsidered*, (nt. 25), 1391 ss.; A. VAN DER KRANS, *The Virtual Shareholders Meeting*, (nt. 25), 34; correttamente si osserva che i principi di correttezza e di parità di trattamento imporrebbero di mettere a disposizione dell'intera collettività dei soci ogni informazione richiesta da singoli azionisti e a questi comunicata, «a prescindere da ogni considerazione circa la loro rilevanza ai fini dell'esercizio consapevole e ponderato del diritto di voto» (così P. ABBADESSA, *Nuove regole in tema di procedimento assembleare e tutela delle minoranze*, in *Riv. società*, 2002, 170 ss., *ivi* 178). Da questo punto di vista, il nostro ordinamento pone una disciplina non priva di qualche ambiguità, non chiarendo se le risposte alle domande formulate dai soci prima dell'assemblea debbano essere obbligatoriamente trascritte anche nel sito *internet* della società (v. art. 127, 1° co. *bis*, d.lg. n. 58/1998).

³⁰ Cfr. L. M. FAIRFAX, *Virtual Shareholders Meeting Reconsidered*, (nt. 25), 1394, s.

³¹ Cfr. L. M. FAIRFAX, *Virtual Shareholders Meeting Reconsidered*, (nt. 25), 1390. È da escludere, infatti, che le assemblee in forma virtuale come sopra concepite avvantaggino l'interesse alla partecipazione delle minoranze, già soddisfatto dalla possibilità concessa a ciascun socio di votare per corrispondenza (anche in forma elettronica) in molti ordinamenti in cui l'assemblea è regolata secondo le formule tradizionali.

amministratori. Così, alcuni investitori attivi hanno talora espressamente e pubblicamente contestato la decisione delle società di convocare assemblee virtuali, organizzando specifiche iniziative finalizzate a convincere l'organo amministrativo della società a desistere dall'utilizzo di simili procedure. Questo risultato è stato in molti casi raggiunto³² e, allo stesso tempo, alcuni ordinamenti hanno provveduto a rivedere la normativa in vigore, limitandone l'ambito di applicazione³³.

Le riserve avanzate sull'effettiva utilità di simili modalità di voto, unitamente al sospetto che possano prestarsi ad abusi e ad usi strumentali a danno degli investitori, hanno, da ultimo, condotto molte società a rinunciare spontaneamente, anche per ragioni di immagine, continuando a convocare l'assemblea secondo le forme tradizionali.

6. *La collegialità e le esigenze di composizione, responsabilità e trasparenza delle decisioni sociali.*

Le considerazioni svolte finora non consentono di trarre conclusioni definitive sull'opportunità di sperimentare tecniche di assunzione delle decisioni sociali che prescindano del tutto dalla riunione dei soci anche nelle società per azioni, e in particolare in quelle aperte al mercato. Da un lato la valutazione degli eventuali benefici e delle possibili controindicazioni di una simile opzione è tuttora molto controversa e meriterebbe un approfondimento maggiore di quello che le è stato dedicato in questa sede. Dall'altro il ruolo dell'assemblea nelle vicende societarie inevitabilmente risente del mutamento degli stili, delle abitudini e delle strategie degli attori del sistema e delle conseguenti scelte che il legislatore di volta in volta effettua nella costruzione di un adeguato impianto di regole di *governance*.

Si può però osservare che la collegialità, intesa come procedimento basato sulla costituzione di un collegio deliberante, quindi di una riunione fisica (o anche solo virtuale ove realizzata con tecniche che garantiscano risultati del tutto equivalenti a quelli della partecipazione personale all'adunanza, come accade, ad es. nella video conferenza con collegamento a due vie), pare legarsi ad un modello di organizzazione, e, se vogliamo, di *governance* societaria, che presuppone la possibilità di un rapporto dialettico tra soci e tra soci e società, anche solo eventuale, anche solo potenziale, anche se sviluppato all'esterno della stessa riunione assembleare e tuttavia al suo interno verificato e ratificato nei suoi esiti e nei suoi effetti sulla deliberazione³⁴. Un sistema, in definitiva, che tuttora intende incoraggiare iniziative

³² V. per il caso di Intel, J. MCRITCHIE, *Intel Virtual Mtg Out for 2010 But Exploring Future with USPX*, in <http://corp.gov.net/wordpress/>. A seguito di questa iniziativa la società ha ripreso a convocare le assemblee limitandosi a consentire agli assenti la possibilità di esercitare il voto elettronico. Sullo scarso successo delle assemblee *on line* negli ordinamenti in cui sono ammesse v. anche W. M. PEMMELAAR, *Towards a Virtual General Meeting*, (nt. 27), 172; M. KANE, *Virtual Shareholder Meeting Flop*, in *news.conet.com*, (2001); A. VAN DER KRANS, *The Virtual Shareholders Meeting*, (nt. 25), 35.

³³ V. D. A. BIRNHAK, *Online Shareholder Meetings: Corporate Law Anomalies or the Future of Governance*, in *Rutgers Computer & Technologies Law Journal*, 2003, 423 ss., *ivi* 444, sulla decisione del Massachusetts di limitare il voto elettronico alle *private companies*, a seguito delle critiche pervenute alla sua applicazione nelle società aperte al mercato.

³⁴ La centralità della funzione compositoria della collegialità pare confermata dalla stessa scelta effettuata dal MBCA che, non a caso, legittima l'assunzione di decisioni non collegiali solo ove i proponenti abbiano già raccolto una percentuale di consensi pari ad una maggioranza (calcolata sull'intero capitale che avrebbe diritto di voto in assemblea) che difficilmente potrebbe essere messa in discussione in assemblea, anche in presenza di minoranze attive (ciò che minimizza la rilevanza della stessa riunione assembleare). In questa prospettiva la collegialità, più che a tutela dell'interesse immediato del singolo socio o di gruppi di soci, pare utile alla funzionalità del modello nel suo complesso (giacché, come si è osservato, anche la maggioranza potrebbe giovare nella dialettica con le minoranze attive).

sfidanti delle minoranze, disseminando nella disciplina disposizioni funzionali allo scopo e nel quale la funzione compositoria della collegialità svolge un ruolo comunque rilevante³⁵.

In questa prospettiva, il voto extrassembleare, come già regolato nelle forme del voto a distanza (per delega, per corrispondenza, anche in modalità elettronica), se svolge una funzione indispensabile a tutela della partecipazione al voto dell'azionista *retail* e della sua mobilitazione nell'ambito di iniziative organizzate da investitori di minoranza qualificati, non si presta a valorizzare l'interazione dialettica tra questi ultimi e il *management* (o il gruppo di controllo), né tantomeno a soddisfare quelle esigenze di trasparenza e pubblicità che in tali casi dovrebbero essere assicurate.

Il metodo collegiale pare quindi integrarsi funzionalmente con gli strumenti che il legislatore ha predisposto per valorizzare il ruolo dei soci attivi, e verosimilmente, la sua rilevanza seguirà le sorti delle discipline in esame, nonché lo spazio che il legislatore del futuro potrà riconoscere alle competenze dell'assemblea.

E sul punto non si può non considerare che le proposte di modernizzazione del diritto societario che stanno maturando in ambito europeo vanno nella direzione non solo e non tanto di confermare ed eventualmente rafforzare i diritti di partecipazione dei soci di minoranza, quanto di incoraggiare l'impegno (*engagement*) delle minoranze attive nel governo societario e di espandere le competenze dei soci in particolare a fini di controllo sulle operazioni in conflitto di interessi o con parti correlate³⁶.

Si osserva, per altro verso, che l'esercizio dei poteri di *voice* da parte degli investitori attivi si potrebbe realisticamente incentivare ripensando l'estensione dei poteri dei soci di determinare le decisioni sociali, e consentendo all'assemblea, a certe condizioni, di deliberare anche in materia di gestione, almeno nelle materie di c.d. «alta gestione»³⁷.

Ed in effetti, le iniziative di attivismo degli investitori registrate negli ordinamenti in cui esse sono più frequenti sono spesso finalizzate a far accogliere proposte di tipo gestionale, sebbene il risultato sia

³⁵ Né si potrebbe obiettare che questa ricostruzione si attaglia ad assemblee molto dinamiche, caratterizzate da forme di attivismo significative, quali non sono, al momento, molte società quotate italiane e nemmeno quelle di alcuni paesi europei. Come è stato osservato in sede di commento alla nuova disciplina delle maggioranze assembleari introdotta dalla d.lg. n. 58/1998 (Cfr. P. ABBADESSA, *Nuove regole in tema di procedimento assembleare e tutela delle minoranze*, in *Riv. società*, 2002, 170 ss., *ivi* 179 s.), il meccanismo dei *quorum* mobili, rapportati alla percentuale di capitale presente in assemblea e funzionale alla valorizzazione del ruolo di eventuali minoranze attive e della loro capacità di captare il consenso degli azionisti minori per contrastare le decisioni del gruppo di controllo, può svolgere, infatti, un adeguato effetto disciplinare anche se le condizioni alle quali il coefficiente di blocco può operare non sono facili da conseguire. E, di fatto, la sola previsione di un sistema che consenta l'attivazione di alcuni poteri di *voice* delle minoranze si è talora rivelata in grado di condizionare le decisioni del gruppo di controllo anche indipendentemente dal concreto esercizio di quei poteri [cfr. M. NOTARI, *Diritti di voice degli azionisti e tutela delle minoranze*, (nt. 7)].

³⁶ V. il *Green Paper* del 2011, (nt. 1), in cui l'impegno degli azionisti nel governo della società è riguardato come positivo anche ove motivato da interessi di breve termine poiché «*engagement by typical short-term-oriented institutional investors, such as "activist" hedge funds, may be beneficial, because it can act as catalyst for a change in governance and raise awareness among other shareholders*» (11, nt. 44).

³⁷ Cfr. l'intervento di F. DENOZZA, in AAVV, *Il recepimento della Direttiva sui diritti degli azionisti*, (nt. 2), 977 s. e quello di V. CALANDRA BUONAURA, *ivi* a 989 ss. L'apertura delle competenze assembleari ad almeno alcune delle tematiche gestionali potrebbe collegarsi a quella impostazione che ritiene sussistere un'ineludibile e naturale riserva a favore dei soci di alcune competenze (c.d. «competenze implicite»), anche in materia di gestione, riguardanti decisioni strategiche essenziali e fondanti della società partecipata (cfr. P. ABBADESSA, A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nella s.p.a.*, in *Riv. società*, 2010, 269, *ivi* 301; G. B. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione e controllo*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa, Portale, Torino, 2006, 2, 29 ss.).

generalmente perseguito attraverso la richiesta di sostituzione degli amministratori, materia sulla quale è prevista la competenza dei soci³⁸.

Un'opzione di questo tipo apre questioni particolarmente complesse, relative alla distribuzione del potere decisionale nell'ambito delle società per azioni, al ruolo che alla collettività dei soci può essere attribuito nell'individuazione delle scelte funzionali alla realizzazione dell'interesse sociale ed, infine, alla tenuta e alla persistente affidabilità di un modello di *governance* che fonda sull'impegno degli investitori istituzionali la promessa della valorizzazione di lungo termine dell'impresa³⁹.

Non è possibile dare conto in questa sede dei termini del dibattito sui temi appena accennati. Quello che però si può rilevare è che la regola della collegialità, pur con la possibilità del voto a distanza per coloro che non vogliono o non possano partecipare all'assemblea e pur a prescindere dallo sviluppo della discussione assembleare e della rilevanza ad essa assegnata, non può essere dismessa tanto facilmente se l'ordinamento intenda conservare (o addirittura incrementare) il sistema di misure a sostegno della partecipazione attiva degli investitori qualificati, indipendentemente dalla circostanza che tale partecipazione si realizzi in concreto e in termini significativi.

Non solo, ma le proposte che stanno maturando in ambito comunitario in merito al rafforzamento dell'impegno degli investitori istituzionali nel governo delle società, anche tramite un'espansione delle loro competenze e dei loro poteri propositivi, annoverano altresì l'imposizione di precisi doveri di informazione sulle strategie sottese alle loro iniziative e sugli accordi che essi possano coltivare con il gruppo di controllo⁴⁰. In tal caso si può ipotizzare un incremento della massa di informazioni dovute agli azionisti, unitamente ad un aumento inevitabile della loro complessità⁴¹. Quell'informazione si potrà, e verosimilmente si dovrà, veicolare nelle forme dell'informazione extrassembleare, ma di certo, in una simile prospettiva, la gestione del procedimento deliberativo in forme non assembleari potrebbe indubbiamente penalizzare quelle esigenze di responsabilità, trasparenza e controllo non più solo

³⁸ Cfr. I. H-Y CHIU, *The foundations and Anatomy of Shareholder Activism*, Oxford and Portland, 2010, 71 ss. (in particolare i casi descritti delle iniziative di Knight Vinke su HSBC e di Trian Fund Management-Peltz su Cadbury Schweppes); L. M. FAIRFAX, *Shareholder Democracy*, (nt. 9), sulle strategie degli *hedge funds* che organizzano talora una *proxy campaign* per la sostituzione degli amministratori in carica come leva per indurre la società ad accettare le loro proposte attinenti a strategie di sviluppo, piani industriali e talora specifiche operazioni gestionali (v. ad es. il caso di Peltz su Heinz riferito a p. 106 ss.). L'a. segnala altresì come l'attivismo degli *hedge funds* su decisioni in materia di gestione abbia un effetto positivo sulla *performance* del titolo superiore a quello che hanno le iniziative di investitori istituzionali su decisioni attinenti a temi di *governance* societaria (v. p. 39; per osservazioni analoghe v. anche A. BRAV, W. JIANG, F. PARTNOY, R. THOMAS, *Hedge Fund Activism, Corporate Governance and Firm Performance*, in www.ssrn.com).

³⁹ V. il dibattito in corso negli ordinamenti anglosassoni sul potenziamento dei poteri di iniziativa e controllo degli azionisti come strategia di supporto ad interventi normativi di inasprimento delle regole in tema di responsabilità degli amministratori e a contrasto e prevenzione di quei comportamenti che hanno prodotto gli scandali finanziari dell'ultimo decennio e alimentato le ricorrenti crisi dei mercati. Sul punto v. L. M. FAIRFAX, *Shareholder Democracy*, *passim* e 141 ss.; L. BEBCHUCK, *The Case for Increasing Shareholder Power*, in www.ssrn.com (2005); S. BAINBRIDGE, *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, in www.ssrn.com (2005); J. G. HILL, *The Rising Tension between Shareholder and Director Power in the Common Law World*, in www.ssrn.com, (2010); ID, *Then and Now: Professor Berle and the Unpredictable Shareholder*, in www.ssrn.com (2010); L. A. STOUT, *New Thinking On "Shareholder Primacy"*, in www.ssrn.com (2011); I. H-Y CHIU, *The foundations and Anatomy of Shareholder Activism*, (nt. 38), 63 ss. e 111 ss.

⁴⁰ Cfr. la *Road Map sulla Revisione di the shareholders' rights directive* del febbraio 2013, (nt. 1), sul dibattito nell'ambito dell'ordinamento britannico in tema di doveri e responsabilità degli investitori istituzionali attivi v. I. H-Y CHIU, *The foundations and Anatomy of Shareholder Activism*, (nt. 38), 156 ss.

⁴¹ Cfr. il *Summary of the informal discussions concerning the initiative on shareholders engagement*, (nt. 1), 4, s., sulla difficoltà di individuare i contenuti adatti alla comunicazione al pubblico laddove si intenda rendere oggetto di obblighi informativi l'attività di negoziato tra gli investitori attivi e il gruppo di controllo.

sull'azione del *management*, ma sulle stesse relazioni interne alla compagine sociale (nonché sulle finalità delle iniziative di attivismo) che tale nuovo assetto di tutele pare indiscutibilmente reclamare.