

Gaia Balp

Società quotate e partecipazione all'assemblea: per una maggiore apertura all'intervento e al voto a distanza

SOMMARIO. 1. Le assemblee societarie nel vigore delle disposizioni del d.l. 18/2020. – 2. Oltre l'emergenza: per una maggiore apertura alla partecipazione a distanza, tra società chiuse e società aperte. 3. – Società per azioni e assemblea *online* e virtuale: le incertezze dell'attuale quadro normativo. – 4. Società quotate e partecipazione all'assemblea mediante mezzi di telecomunicazione: posizione del problema. – 4.1. Il declino dell'effettività delle funzioni della riunione assembleare. – 4.2. (Segue). *Engagement* degli investitori istituzionali e suoi riflessi sul declino delle funzioni della riunione. – 5. La necessaria distinzione tra grandi investitori istituzionali e azionisti minimi (*retail*) e (istituzionali) minori. – 6. Prospettive: dall'ulteriore accentuazione del baricentro normativo nella fase preassembleare all'assemblea (anche esclusivamente) a distanza. – 7. Note conclusive.

1. *Le assemblee societarie nel vigore delle disposizioni del d.l. 18/2020* – Le norme eccezionali, e tipologicamente trasversali, che hanno accompagnato l'emergenza sanitaria recando deroghe alla disciplina ordinaria (di legge e statutaria) del procedimento assembleare hanno impresso all'evoluzione delle modalità di svolgimento della riunione un'accelerazione altrimenti difficilmente ipotizzabile almeno nel breve periodo. Per effetto delle previsioni dell'art. 106 d.l. 18/2020, infatti, nelle stagioni assembleari 2020 e 2021 alcuni istituti rilevanti ai fini delle modalità di partecipazione del socio all'assemblea, da tempo presenti nell'ordinamento ma per lo più relegati nella prassi a una posizione marginale e aventi perciò rilevanza in larga misura teorica¹, hanno conosciuto un riscatto, sì, necessitato e agevolato, ma non per questo meno istruttivo.

A beneficiare dell'impulso indotto dalle circostanze è stato in particolar modo l'intervento all'assemblea «mediante mezzi di telecomunicazione», mentre analogo rivitalizzazione non è sembrata interessare in modo veramente significativo le forme di espressione del voto che, in deroga al metodo collegiale, presuppongono la non partecipazione del socio alla discussione (nemmeno a distanza), e segnatamente il voto extrassembleare non contestuale, per corrispondenza o mediante comunicazione elettronica (artt. 2370, comma 4, 2538, comma 6, c.c. e 127 Tuf).²

¹ Sul limitato impatto delle tecnologie informatiche sul governo societario M. Cian, *Intervento e voto in assemblea: le nuove tecnologie come mezzo per promuovere l'attivismo degli investitori istituzionali?*, in M. Maugeri (a cura di), *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, Milano, 2015, 91, 96-98; M. Campobasso, *La tutela delle minoranze nelle società quotate: dall'eterotutela alla società per azioni "orizzontale"*, in *Banca e borsa*, 2015, I, 160 s.; C. Sandei, *Attivismo degli azionisti e nuove forme di partecipazione*, Milano, 2016, 38; con particolare riferimento al voto elettronico (senza ulteriore interazione del socio a distanza) V. Di Cataldo, *La tutela dei soci nella s.p.a. dieci anni dopo la riforma del diritto societario*, in *RDS*, 2/2015, 268.

² Cfr. C. Marchetti – M. Notari, *Diritti dei soci, interesse sociale e funzionamento dell'assemblea: spunti dalle norme di emergenza*, in *Riv. Soc.*, 2020, 431. Sullo scarso ricorso al voto per corrispondenza o elettronico da parte degli emittenti italiani quotati M. Notari, *Diritti di voce degli azionisti e tutela delle minoranze*, in F. Annunziata (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, Milano, 2015, 252: nel 2013 rispettivamente il 90% e il 74% degli emittenti a maggiore capitalizzazione non aveva introdotto previsioni statutarie che abilitassero il voto per corrispondenza e elettronico. In senso analogo M. Nicolai, *Nuove modalità di intervento e di voto in assemblea*, in N. Ciocca - G. Marasà (a cura di), *I diritti degli azionisti nelle società quotate*, Torino, 2015, 180.

È però subito da precisare che le divergenze registrate in questo biennio nella prassi quanto alla soluzione del problema della partecipazione all'assemblea in costanza di misure restrittive sono risultate molto significative; in prima approssimazione esse sono apparse riconducibili alla variabile rappresentata dall'ampiezza della compagine sociale e alle correlate esigenze di verifica dell'identità e legittimazione dei soci, oltre che a difficoltà di natura tecnologica.

Nelle società chiuse – per azioni e a responsabilità limitata – è infatti prevalso il ricorso all'assemblea a distanza mediante mezzi di telecomunicazione, tipicamente in audio-videoconferenza simultanea a due vie³. Per contro, e forse non sorprendentemente, la facoltà di imporre ai soci il ricorso alla delega al rappresentante designato (art. 106, comma 4, d.l. 18/2020) ha finito per attrarre le scelte della quasi totalità degli emittenti quotati⁴. Il filtro del rappresentante dell'art. 135-*undecies* Tuf, impiegato quale modalità esclusiva di partecipazione, e molto spesso da remoto⁵, alla riunione⁶, ha così caratterizzato l'intervento degli azionisti alle assemblee di società quotate, secondo il modello dell'assemblea “a porte chiuse” e senza possibilità per il socio – a differenza che in altri paesi europei⁷ – di seguire i lavori a distanza, nemmeno in veste di mero spettatore passivo.

Analoghi riscontri sono emersi quanto alle società cooperative: la delega necessaria al rappresentante designato è prevalsa nelle cooperative di consumo a larga base sociale, mentre la partecipazione esclusivamente *online* ha connotato le assemblee delle società a maggiore intensità di scambio mutualistico e con più ridotte basi sociali.⁸

³ Cfr. C. Marchetti – M. Notari, *Diritti dei soci*, 431.

⁴ Sull'utilizzo del rappresentante designato nel periodo anteriore all'emergenza sanitaria M. Notari, *Diritti di voce*, 252 e 260: pur avendo (nel 2013) la maggior parte degli emittenti a maggiore capitalizzazione mantenuto l'obbligo, ovvero la facoltà in base a una decisione volta a volta dell'organo amministrativo, di designazione di questa figura per ciascuna assemblea, l'istituto dell'art. 135-*undecies* Tuf «ha ricevuto un'accoglienza molto "tiepida": gli azionisti che si sono serviti del rappresentante designato sono pochissimi e possiedono una quota di partecipazione al capitale assolutamente marginale».

⁵ Le facoltà previste dai commi 2 e 4 dell'art. 106 d.l. 18/2020 sono infatti cumulabili tra loro: cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 188, *Intervento in assemblea esclusivamente mediante il rappresentante designato e utilizzo di mezzi di telecomunicazione*, in *Riv. soc.*, 2020, 754 ss.

⁶ Cfr. Consob, *Report on corporate governance of Italian listed companies 2020*, aprile 2021, 58. Secondo il monitoraggio di Assonime per il 2020, *Le prassi delle società quotate nella stagione assembleare 2020*, <http://www.assonime.it/Stampa/Documents/monitoraggio%20assemblee%202020.pdf>, 1-2; Ead., *L'organizzazione e lo svolgimento delle assemblee alla luce della normativa emergenziale*, Intervento n. 7/2021 (25 febbraio 2021), 7 e 13, http://www.assonime.it/attivita-editoriale/interventi/Pagine/Inteventi-7_2021.aspx, delle 216 società quotate che hanno chiuso l'esercizio il 31 dicembre 2019 208 hanno optato per il rappresentante designato in via esclusiva (molte di esse prevedendo anche la partecipazione dei legittimati – presidente, segretario, componenti degli organi di amministrazione e controllo, rappresentante designato in via esclusiva, revisore legale – esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione), mentre una soltanto è ricorsa all'assemblea esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione. Cfr. anche L. Locci, *Assemblee societarie “a porte chiuse”: quali indicazioni per il futuro?*, in *Nuova Giur. Civ.*, 2020, 5 - Supplemento, 78 ss.; A. Olivieri, *Covid-19 e assemblee a porte chiuse: ok la conta, poco dialogo con i soci*, *Il Sole 24 Ore*, 11 giugno 2020, 22; B. Napolitano, *La gestione digitale delle assemblee all'epoca del Covid-19*, *ivi*, 22 luglio 2020; Georgeson, *Stagione assembleare 2021 Italia*, 33, in <https://www.georgeson.com/it/stagione-assembleare-2021-in-italia>.

⁷ Cfr. Assonime, *Le prassi*, 3, secondo cui “Tutte le società dello STOXX 50 hanno previsto assemblee «“a porte chiuse”, utilizzato meccanismi di voto a distanza (voto per corrispondenza, voto per delega e voto elettronico ex ante); due società (una olandese e una spagnola) hanno utilizzato, seppur in via non esclusiva, anche il voto elettronico simultaneo; molte società hanno trasmesso la riunione assembleare in streaming» (il corsivo è aggiunto).

⁸ P. Morara, *La partecipazione dei soci alla prova dell'emergenza sanitaria. Il caso delle cooperative*, in *AGE*, 2/2020, 653 ss., 659 ss.

Nonostante la prevalenza, in termini assoluti, della quota parte di società che ha concretamente messo alla prova i meccanismi di funzionamento della riunione a distanza e l'operatività delle regole, concepite sull'ipotesi tradizionale della presenza, che presiedono l'intervento e il voto del socio, le peculiari modalità di svolgimento delle riunioni di società quotate nel vigore del d.l. 18/2020 giustificano il rilievo che nemmeno questa occasione abbia contribuito apprezzabilmente al superamento della diffusa diffidenza degli emittenti nei confronti della partecipazione mediante mezzi di telecomunicazione e del ricorso al voto elettronico contestuale.⁹ Il fatto che il tasso medio di partecipazione all'assemblea di società quotate si sia confermato elevato anche nel biennio 2020-2021¹⁰ non impedisce di osservare che l'auspicio comune alla riforma del 2003 e alla SRD I,¹¹ di favorire la partecipazione assembleare e l'esercizio dei diritti dei soci *anche a distanza*, resta per gli emittenti ancora lontano dall'essere realizzato: altre sono infatti le ragioni alla base dell'incremento progressivamente registrato nel tasso di partecipazione alle assemblee di società quotate.¹² Si potrebbe anzi lamentare che la scelta del legislatore dell'emergenza, di permettere alle società quotate di imporre la delega al rappresentante designato, abbia contribuito a vanificare in larga misura una propizia occasione di sperimentazione.

Nondimeno, gli adattamenti che – nell'intendimento di restituire una (molto attenuata) voce agli azionisti pretermessi nell'esercizio del diritto di intervenire in proprio all'assemblea – la partecipazione esclusivamente tramite rappresentante designato ha resi operativamente opportuni nell'applicazione di alcune previsioni sull'esercizio di alcuni diritti degli azionisti (artt. 126-bis, comma 1, terzo periodo, e 127-ter Tuf) e sull'informazione preassembleare (art. 125-ter Tuf) presentano profili il cui interesse non è limitato al periodo di vigenza delle norme eccezionali.¹³ Anticipazione alla fase preassembleare dell'esercizio di prerogative che, tipicamente accessorie al diritto di intervento, sono normalmente fatte valere direttamente nell'adunanza (è il caso del diritto di fare proposte

⁹ Su di essa anche *ultra*, par. 4, e qui per tutti C. Sandei, *Attivismo*, 128.

¹⁰ Consob, *Report 2020*, 58, secondo cui nel 2020 le 100 società quotate a più elevata capitalizzazione hanno anzi registrato tassi di partecipazione all'assemblea più elevati rispetto agli anni precedenti, essendo risultato «interventuto in media il 73,6% del capitale sociale e gli investitori istituzionali hanno rappresentato in media il 22,2% del capitale sociale, facendo registrare un incremento di quasi due punti percentuali rispetto all'anno precedente». Il dato del 2020 conferma le tendenze degli anni precedenti verso una sempre maggiore e più attiva partecipazione nelle assemblee delle 100 società maggiori: v., oltre ai *Report* della Consob relativi agli anni anteriori al 2020, P. Marchetti, F. Ghezzi, C. Mosca, *Struttura e governance delle società quotate in Italia: commenti a margine del Rapporto Consob e di alcune analisi empiriche*, in *Riv. soc.*, 2020, 871 ss.

¹¹ Quanto alla disciplina dell'assemblea l'art. 2, comma 7, lett. a) della l. 3 ottobre 2001, n. 366 individuava l'obiettivo della riforma nel «semplificare, anche con adeguato spazio all'autonomia statutaria, il procedimento assembleare anche relativamente alle forme di pubblicità e di controllo, agli adempimenti per la partecipazione, alle modalità di discussione e di voto». Cfr. poi il *considerando* n. 5 della SRD I (tendente a «consentire agli azionisti di esercitare effettivamente i loro diritti in tutta la Comunità»: *considerando* n. 14), ove si ravvisa «la necessità di eliminare gli ostacoli che impediscono attualmente agli azionisti non residenti di avere accesso alle informazioni rilevanti per l'assemblea e di esercitare i diritti di voto senza intervenire fisicamente all'assemblea. L'eliminazione di tali ostacoli dovrebbe andare anche a vantaggio degli azionisti residenti che non intervengono, o non possono intervenire, all'assemblea».

¹² *Ultra*, par. 4.1 e 4.2.

¹³ Con l'art. 3, comma 1, d.l. 30 dicembre 2021, n. 228, in *G.U.* 30 dicembre 2021, n. 309 (disposizione non modificata in sede di conversione del decreto con l. 25 febbraio 2022, n. 15, in *G.U.* 28 febbraio 2022, n. 49, S.O. n. 8) è stata disposta l'ulteriore proroga al 31 luglio 2022 dell'originario termine previsto dall'art. 106, comma 7, d.l. 18/2020 (termine già prorogato al 31 dicembre 2021 dal d.l. 105/2021).

individuali); opportunità di provvedere a rispondere alle domande formulate degli azionisti prima dell'assemblea entro la scadenza del termine per il conferimento o la revoca della delega di voto (e non anche «al più tardi durante l'assemblea» come consentito dall'art. 127-ter); osservanza inoltre di particolare cura, da parte dell'organo amministrativo, nella formulazione analitica dell'ordine del giorno e nell'assicurare l'inclusione, nelle relazioni illustrative, di proposte consiliari riferite a ciascuna materia da trattare: il complesso degli «accorgimenti» suggeriti dalla Consob in prossimità dell'avvio della prima stagione di assemblee a porte chiuse¹⁴ ha ulteriormente accentuato la rilevanza che, in diritto e ancor più in fatto, la fase che precede la riunione occupa ormai da tempo nel procedimento assembleare degli emittenti¹⁵, fornendo spunti per un possibile ripensamento, nei casi di partecipazione a distanza, del funzionamento dell'assemblea oltre l'orizzonte dell'emergenza.

2. *Oltre l'emergenza: per una maggiore apertura alla partecipazione a distanza, tra società chiuse e società aperte.* – La posizione dell'interrogativo sulla sorte futura delle riunioni assembleari, e in particolare quello attorno a una possibile stabilizzazione di un approccio normativo di più marcata e convinta apertura alla partecipazione e al voto a distanza e a formule variamente graduate di adunanza virtuale, è persino scontata. E benché eventuali interventi normativi promotori della partecipazione da remoto e tendenti alla (più o meno accentuata) virtualizzazione dell'assemblea interesserebbero di per sé tutte le società di capitali (e cooperative), è intuitiva l'opportunità di soluzioni differenziate in funzione sia delle diverse connotazioni dei tipi sociali e della realtà, sia della disomogeneità della disciplina assembleare rispettivamente applicabile.

In effetti, l'esperienza maturata nel vigore delle misure di sicurezza ha dimostrato che se si tratta di società chiuse – a responsabilità limitata o per azioni – l'efficace impiego di mezzi elettronici per l'intervento e il voto da remoto è facilmente realizzabile senza frizioni apprezzabili né sacrificio delle prerogative del socio e della collegialità assembleare.

Per le società chiuse è anzi possibile immaginare che questa positiva sperimentazione possa indurre un più stabile e strutturale impiego dei mezzi di telecomunicazione per l'intervento e il voto nell'assemblea anche *de lege lata*: sulla base cioè della regola dell'accesso statutario alla corrispondente facoltà di legge e con remissione allo statuto della disciplina della partecipazione a distanza.

Fermo il mantenimento della formula di *default* dell'assemblea in presenza – in quanto verosimilmente corrispondente, secondo un criterio di ordinaria prevedibilità, a un potenziale più marcato interesse al confronto diretto di persona tra soci e tra soci e amministratori, anche tenuto conto della possibilità statutaria di disapplicare la facoltà del socio di attribuire deleghe di voto (artt. 2372, comma 1, e 2479-bis, comma 2, c.c.) –, l'interrogativo che può avere ragione di porsi per le società chiuse e che può meritare un chiarimento normativo in una prospettiva *de lege ferenda* riguarda se mai l'effettivo grado di apertura dell'attuale sistema all'intervento del socio *esclusivamente* mediante mezzi di telecomunicazione. Più precisamente, l'interrogativo la cui soluzione resta ancora aperta riguarda la facoltà, per le società che vi avessero interesse, di optare per lo svolgimento della riunione secondo la formula della partecipazione del socio *esclusivamente online* o anche dell'adunanza c.d. *virtual-only*: nel primo caso avendosi un luogo di convocazione della

¹⁴ Cfr. Consob, *Comunicazione* n. 3/2020 del 10 aprile 2020, *COVID-19 – Decreto Legge 17 marzo 2020, n. 18 - Comunicazione in merito alle assemblee delle società con azioni quotate*.

¹⁵ Cfr. S. Rossi, *Il voto extrassembleare nelle società di capitali*, Milano, 1997, 441 ss.

riunione alla quale prenderebbero parte in presenza il presidente e il segretario ed eventualmente altri componenti degli organi sociali ma non i soci, tenuti a intervenire mediante mezzi di telecomunicazione; nel secondo, si tratterebbe di una riunione solo ed integralmente virtuale, non convocata in alcun luogo (fisico) e da realizzarsi per tutti i partecipanti esclusivamente in forza di collegamento telematico.

Sotto questo profilo, il diverso regime applicabile all'assemblea nei diversi tipi sociali fa sì che una riflessione si renda necessaria soprattutto per la società per azioni, dal momento che per la s.r.l. l'attuale quadro normativo già sembrerebbe ammettere, sia pure in modo implicito, anche l'ipotesi maggiore, di sostituzione statutaria dell'assemblea in presenza con quella esclusivamente virtuale (*sub 3*).

Considerazioni differenti sono invece necessarie per le società quotate, la cui refrattarietà al ricorso all'intervento del socio a distanza e al voto contestuale da remoto ha trovato una chiara conferma anche nel vigore delle disposizioni di emergenza. Eppure vi sono ragioni per ritenere che la partecipazione a distanza alle assemblee degli emittenti meriterebbe di essere valorizzata e incentivata in modo più convincente di quanto essa sia nell'attuale quadro normativo (*sub 4 – 5*) e per chiedersi quindi quali soluzioni normative si possano prefigurare che potrebbero favorire una transizione, anche nelle società quotate, verso forme di digitalizzazione dell'assemblea (*sub 6*).

3. *Società per azioni e assemblea online e virtuale: le incertezze dell'attuale quadro normativo.* – L'attuale configurazione normativa, muta per la società a responsabilità limitata, per la società per azioni sembrerebbe contemplare l'ipotesi della partecipazione virtuale del socio all'assemblea solo in via cumulativa con quella della partecipazione in presenza, secondo un sistema idoneo a consentire all'azionista di scegliere se intervenire in presenza o a distanza ma che richiede alla società il cui statuto abbia fatto propria l'opzione in favore dell'intervento a distanza di organizzare l'assemblea in forma necessariamente ibrida, procedendo cioè a tenere la riunione nel luogo di relativa convocazione con possibilità di intervento da remoto del socio eventualmente interessato.

A richiamare l'attenzione soprattutto sulle società azionarie è, si diceva, il fatto che per le società a responsabilità limitata l'ipotesi di una previsione statutaria che prevedesse l'intervento del socio *esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione*, anche, se del caso, secondo la formula dell'assemblea *sempre e solo virtuale* (in chiave di sostituzione della riunione fisica) sembra già ammissibile *de lege lata* a condizione che sia garantito il rispetto della collegialità. A condizione, cioè, che per le decisioni cui si applica il metodo assembleare (art. 2479, comma 4, c.c.) il regime statutario assicuri l'equivalenza sostanziale della riunione virtuale con quella "reale": condizione che certamente si realizza con l'adozione di una forma di collegamento audio-video simultaneo e a due vie, tale per cui siano riprodotte in via telematica le medesime condizioni in cui si svolge la riunione in presenza fisica, e siano dunque lasciate intatte le prerogative partecipative dei soci e la capacità deliberativa dell'assemblea¹⁶.

In assenza, infatti, di disposizioni specifiche che (come quelle degli artt. 2370, comma 4, c.c. e 127 Tuf quanto invece alla società per azioni) espressamente contemplino il ricorso a mezzi telematici, la formula dell'art. 2479, comma 5, c.c. è apparsa legittimare l'interpretazione in forza della quale quest'ultima previsione, individuando nella necessaria garanzia del diritto di ciascun socio di partecipare alle decisioni e di votare l'unico

¹⁶ G.P. La Sala, *L'assemblea telematica nelle società di capitali e le decisioni a distanza extrassembleari*, in *RDS*, 2021, 266 ss.

limite dello spazio entro cui l'autonomia statutaria è libera di articolare il modello assembleare di assunzione delle decisioni, autorizza perciò stesso l'impiego di «ogni tecnica collegiale, anche ablativa della riunione fisica».¹⁷

A meno di non condividere questa interpretazione, e ritenere il ricorso ai mezzi telematici ammissibile nella società a responsabilità limitata in forza di un'applicazione analogica dell'art. 2370, comma 4, c.c.¹⁸ – e dovendosi allora risolvere il problema negli stessi termini che per la società per azioni – l'interrogativo sull'ammissibilità dell'intervento del socio esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione non ha ragione di porsi per la s.r.l.

Più incerta è per contro la legittimità della partecipazione assembleare solo telematica del socio nella società per azioni. Dalla norma che abilita lo statuto a *consentire* al socio la facoltà di intervenire alla riunione (che si presuppone in presenza fisica) mediante mezzi di telecomunicazione sembra infatti desumibile l'implicito precetto che ad esso lo statuto non possa impedire la partecipazione in presenza fisica¹⁹.

La formula dell'art. 2370, comma 4, c.c. sarebbe poi coerente con le previsioni dell'art. 8, par. 1, SRD I, le quali pure, limitandosi a richiedere che gli Stati membri *consentano* alle società di offrire forme di partecipazione con mezzi elettronici, sembrano considerare l'intervento mediante mezzi telematici e il voto elettronico in via aggiuntiva alla partecipazione fisica, e non sostitutiva di quest'ultima²⁰. Ma va subito precisato che la *ratio* e le previsioni della direttiva, del resto di armonizzazione minima, non impediscono agli Stati membri scelte in favore di opzioni normative più aperte all'impiego dei mezzi telematici di comunicazione,²¹ sicché alla previsione di un'assemblea *anche interamente virtuale*, e cioè priva del luogo di convocazione, non osterebbero le disposizioni di diritto europeo.²²

¹⁷ Id., 269.

¹⁸ Sull'integrale estensione analogica al tipo s.r.l. delle previsioni dell'art. 2370, comma 4, c.c. v. Consiglio Notarile di Milano, *Uso di mezzi telematici e del voto per corrispondenza nella s.r.l.*, Massima n. 14 del 10 marzo 2004; P.M. Sanfilippo, *Commento all'art. 2479-bis*, in A. Dolmetta – G. Presti (a cura di), *S.r.l. Commentario*, Milano, 2011, 828, n. 16.

¹⁹ G.P. La Sala, *L'assemblea*, 265. Nel senso dell'inammissibilità dell'assemblea esclusivamente virtuale anche M. Sciuto, *Il ruolo dell'assemblea nel tipo s.p.a.*, in *Giur. Comm.*, 2018, I, 344 s.; M. Nicolai, *Nuove modalità*, 159; D. Stanzione, *L'assemblea virtuale nelle società di capitali: tra norme emergenziali, disciplina codicistica e margini dell'autonomia privata*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2/2021, 992 ss.; R. Lener (– A. Tucci), *Società per azioni. L'assemblea*, in V. Buonocore (fondato da) e R. Costi (diretto da) *Trattato di diritto commerciale*, Sez. IV, t. 4.V, Torino, 2012, 110.

²⁰ G.P. La Sala, *L'assemblea*, 265.

²¹ Cfr. gli artt. 3 e 8, par. 2, SRD I. Si può aggiungere che l'approccio minimo all'impiego di mezzi elettronici di partecipazione e voto fatto proprio dalla SRD I trae origine dal Piano d'azione della Commissione europea del 2003 per «modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea», ove si ritenevano i tempi non maturi per *imporre* ai soci il ricorso a mezzi elettronici.

²² Cfr. S. Turelli, *di società per azioni ed esercizio del diritto di voto mediante mezzi elettronici*, in *Riv. dir. civ.*, 2011, 467; S. Rossi, *Diritti di partecipazione degli azionisti e collegialità nell'assemblea delle società quotate*, in M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera e A. Sciarrone Alibrandi (diretto da), *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber amicorum *Pietro Abbadessa*, 1, Torino, 2014, 884 s. Che l'imposizione agli emittenti dell'offerta di forme di partecipazione elettronica all'assemblea non sia impedita dalle previsioni europee è d'altra parte confermato dalle scelte operate in tal senso da alcuni Stati membri, e segnatamente l'Ungheria e l'Islanda (lo conferma l'ESMA, *Report on shareholder identification and communication systems*, ESMA31-54-435, 5 aprile 2017, 28 s., in <https://www.esma.europa.eu/document/report-shareholder-identification-and-communication-systems>), nonché la Danimarca (cfr. V.R. Dragani – F. Prenestini, *Convocazione impropria e formazione del consenso nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2018, 688, nt. 116).

Anche in forza di quest'ultimo argomento una parte gradualmente più consistente della dottrina ritiene la formulazione dell'art. 2370 c.c. in effetti non decisiva, perché non univoca, e non impeditiva quindi dell'adunanza (anche) esclusivamente virtuale. Una volta superati i profili potenzialmente problematici che discendono dal tenore letterale delle previsioni sul luogo dell'adunanza (artt. 2363, comma 1, 2366, comma 1, c.c. e 125-bis, comma 4, lett. a) Tuf) nonché in materia di verbale (art. 2375 c.c.),²³ sul piano sistematico e funzionale una riunione anche *virtual-only* non appare programmaticamente lesiva dei principi di collegialità, buona fede e parità di trattamento dei soci; né si ritiene configurabile «una sorta di diritto “individuale” del socio [...] avente ad oggetto la possibilità di recarsi di persona in un luogo fisico per intervenire all'assemblea».²⁴

Benché un'interpretazione evolutiva delle disposizioni rilevanti permetta di attenuare significativamente le perplessità attorno all'ammissibilità di formule assembleari che impongano una digitalizzazione dell'intervento (e del voto) del socio, un chiarimento normativo a questo proposito resta opportuno, non fosse che in considerazione della necessità di delegittimare azioni di impugnazione fondate sulla violazione di un preteso diritto del socio di intervenire fisicamente alla riunione.

4. *Società quotate e partecipazione all'assemblea mediante mezzi di telecomunicazione: posizione del problema.* – La lontananza degli emittenti italiani da una prassi di partecipazione all'assemblea mediante strumenti elettronici non potrà in prospettiva continuare ad imputarsi a ostacoli «tecnologici, professionali e giuridici»²⁵ la cui opponibilità sembra destinata ad apparire sempre meno convincente.

²³ Cfr. S. Turelli, *Assemblee*, 469 e nt. 95: il riferimento al luogo di convocazione contenuto nelle norme richiamate nel testo può intendersi non esclusivamente a quello fisico ma anche a quello virtuale: al sito internet della società o alla piattaforma informatica o di telecomunicazione utilizzate per l'intervento all'assemblea; C. Sandei, *Attivismo*, 202. Per un'interpretazione evolutiva delle disposizioni sul luogo di convocazione e sul verbale v. inoltre recentemente L. Schiuma, *L'assemblea in via esclusivamente telematica nel diritto ante e post-emergenza Covid 19*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I, 422 ss., secondo cui la soluzione dell'assemblea anche solo telematica è compatibile con il diritto generale ordinario delle società indipendentemente dalle disposizioni emergenziali del 2020, la cui eccezionalità risiede non nella possibilità in sé di svolgere assemblee esclusivamente virtuali ma «soltanto nel farlo per scelta degli amministratori con l'avviso di convocazione, anziché per scelta – totalitaria o statutaria – dei soci».

²⁴ Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 200 del 23 novembre 2021. *Clausole statutarie che legittimano la convocazione delle assemblee esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione*, in <https://www.consiglionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/>. Ne risulta la legittimità di clausole statutarie di società a responsabilità limitata e per azioni che, consentendo l'intervento mediante mezzi di telecomunicazione, attribuiscono espressamente all'organo amministrativo la facoltà di stabilire nell'avviso di convocazione che l'assemblea si tenga esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione, omettendo l'indicazione del luogo fisico di svolgimento della riunione e indicando le modalità di collegamento: facoltà da ritenersi implicitamente riconosciuta in presenza di clausole che genericamente contemplino l'intervento mediante mezzi di telecomunicazione. Con la massima n. 200 il Consiglio Notarile di Milano ha opportunamente integrato gli orientamenti espressi nella precedente massima n. 187 dell'11 marzo 2020, *Intervento in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione*, *ivi*, che, legittimato l'intervento mediante mezzi di telecomunicazione di tutti i partecipanti a un'assemblea nel cui luogo di convocazione siano presenti il presidente e il segretario in forza della possibilità di redigere il verbale non contestualmente, contemplava *per le sole assemblee totalitarie* la possibilità di assemblee prive di luogo di convocazione e da tenersi dunque esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione, sul presupposto del consenso di tutti gli intervenuti all'uso dei mezzi di telecomunicazione volta a volta ritenuti idonei dal presidente. V. anche Assonime, *La riunione assembleare con mezzi di telecomunicazione. Questioni e prospettive*. Note e Studi 2/2022, 9 ss.

²⁵ P. Ciocca, *Intervento di chiusura alla Presentazione del IX Rapporto CONSOB sulla corporate governance delle società quotate italiane*, 6 aprile 2021, in https://www.consob.it/documents/46180/46181/20210406_Ciocca.pdf/03282e00-b82d-4b1b-9e3d-5ceedb7a988e.

L'argomento per cui «l'estensione della facoltà di collegamento da remoto ad una moltitudine potenzialmente indefinita di soggetti potrebbe risultare quanto mai difficoltosa se non, allo stato, impraticabile» dal punto di vista sia tecnologico sia del rispetto dell'identificazione dei presenti²⁶ sembrerebbe potersi ridimensionare se si considera che nella gran parte dei paesi europei, dove nella fase di emergenza l'opzione della delega "obbligatoria" al rappresentante designato non è stata resa disponibile, le assemblee si sono svolte, sì, prevalentemente a porte chiuse per gli azionisti e mediante ampio ricorso alla delega di voto (facoltativa) e al voto extrassembleare, ma almeno con trasmissione dei lavori in *broadcasting* o in *live-streaming* a una via,²⁷ così permettendo all'azionista che non avesse inteso conferire deleghe di voto di partecipare a distanza, ancorché per lo più non interattivamente, e di votare, o quanto meno di assistere ai lavori passivamente.²⁸

²⁶ Consiglio Notarile di Milano, *Intervento*, Massima n. 188, 755 s.

²⁷ Sulle possibili modalità dell'intervento telematico (indipendentemente dalle norme eccezionali del 2020) C. Sandei, *Attivismo*, 142 ss.

²⁸ Cfr. Better Finance-DSW, *The future of general shareholders meetings. Study on the 2020 virtual shareholders meeting in the EU*, 6 e 9, in <https://betterfinance.eu/publication/the-future-of-general-shareholder-meetings-a-better-finance-dsw-study-on-the-2020-virtual-shareholder-meetings-in-the-eu/>: secondo l'indagine eseguita da queste associazioni (la prima che raggruppa a livello europeo molte associazioni nazionali di piccoli azionisti risparmiatori e utilizzatori di servizi finanziari), se è vero che prima della pandemia la grande maggioranza degli emittenti europei risultava non aver fatto ricorso alle forme di partecipazione mediante mezzi elettronici e di voto a distanza, invero previste dai relativi ordinamenti nazionali di riferimento in via aggiuntiva alla partecipazione e al voto in presenza fisica, con l'emergenza sanitaria e le più permissive norme straordinarie il quadro è mutato significativamente: infatti, nel 2020 il 67% in media degli emittenti europei inclusi nei maggiori indici di mercato risulta avere tenuto l'assemblea «in a purely virtual format», con l'eccezione significativa delle società italiane, per le quali il dato è pari a zero (al pari di Slovenia e Polonia, e a fronte del 95% nel Regno Unito, del 90% in Germania, dell'80% in Belgio, del 49% in Spagna), là dove in molti Stati membri la modalità tipica di conduzione dell'assemblea solo virtuale è risultata quella mediante trasmissione audio-video, in *broadcasting* o in *streaming* (prevalentemente) a una via (lo *streaming* a due vie essendo stati garantito in pochi casi soltanto). L'esperienza maturata in Germania, dove le assemblee a porte chiuse sono risultate generalmente accessibili da remoto dagli azionisti ancorché in modalità solamente passiva, è stata giudicata complessivamente positiva, e ha anzi offerto l'occasione per proporre una revisione dell'attuale disciplina ordinaria in senso fortemente favorevole all'impiego maggiormente stabile di mezzi elettronici di comunicazione: cfr. la proposta della Wissenschaftliche Vereinigung für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (VGR), *Reform der Hauptversammlung börsennotierter Gesellschaften. Vorschläge der Gesellschaftsrechtlichen Vereinigung – VGR e.V.*, 21 aprile 2021, 7 s., https://www.gesellschaftsrechtlichevereinigung.de/fileadmin/pdf/VGR_Reform_der_Hauptversammlung.pdf sulla quale si tornerà *ultra*. Le risultanze di una indagine empirica sulla stagione assembleare 2020 in Germania sembrano dimostrare l'inconsistenza dell'argomento che fa leva su impedimenti di natura tecnica alla tenuta di assemblee virtuali: nella stagione richiamata la quasi totalità delle società incluse negli indici DAX, MDAX e TecDAX ha assicurato la trasmissione dei lavori assembleari mediante *live-stream* o *webcast* su portale online, ancorché in modalità passiva per l'azionista; sette società di minori dimensioni hanno invece impiegato la piattaforma di videoconferenza Zoom; il 22% degli emittenti dell'indice DAX ha inoltre trasmesso almeno parte della riunione pubblicamente: C. Danwerth, *Die erste Saison der virtuellen Hauptversammlung börsennotierter Unternehmen*, in *AG*, 2021, 778. Per contro, in Italia un servizio di trasmissione in streaming dei lavori assembleari è stato messo a disposizione degli azionisti solo da pochissime società (cfr. per esempio quanto riportato sul sito internet di Assicurazioni generali, <https://www.generali.com/it/investors/Retail-shareholders>, dove si legge che “nel quadro della situazione sanitaria e normativa dei primi mesi del 2020, la Compagnia, con un'iniziativa quasi unica tra gli emittenti italiani, ha convertito il suo usuale servizio di streaming video degli interventi di apertura dei vertici della Compagnia, in un diverso e nuovo servizio, riservato agli azionisti: lo streaming audio dell'intera durata dei lavori assembleari. Questo primo passo si è trasformato nel 2021 in uno streaming video, di ottimo successo, disponibile anche per l'Assemblea 2022”).

Né sono state segnalate rilevanti disfunzionalità di natura tecnica nell'attivazione dei collegamenti a distanza o nella relativa stabilità²⁹, se è vero anzi che l'esperienza maturata è tra le ragioni alla base dell'invocazione di proposte di riforma della disciplina ordinaria dell'assemblea. In Germania, in particolare, il sostanziale consenso formatosi attorno ai risultati incoraggianti della sperimentazione imposta dalle circostanze³⁰ è alla base di diverse proposte di revisione della legge azionaria, alcune delle quali non hanno esitato a ipotizzare per le società quotate un rovesciamento dell'attuale assetto normativo, fondato sulla regola-base della riunione in presenza, con facoltà statutaria di permettere anche la partecipazione a distanza (§ 118, 1, 2 *AktG*), in favore di un sistema che al contrario individua la forma ordinaria di intervento del socio in quella a distanza, derogabile per quella in presenza dallo statuto o su richiesta di una minoranza qualificata di azionisti.³¹

È pur vero che il potenziale rischio di impugnazione connesso all'incognita di eventuali «disservizi sulla linea in grado di interferire sul regolare svolgimento dell'adunanza»³² e di disfunzioni dei sistemi di gestione dei collegamenti, identificazione dei partecipanti e validazione delle operazioni di voto³³ non può essere sottovalutato. Il problema delle disfunzioni di natura tecnica, comune del resto a tutte le società quotate, europee e non, non sembra però insuperabile. Se la dottrina tedesca valuta la possibilità di trarre spunto dalla normativa transitoria emergenziale (che ha incluso previsioni idonee a sostanzialmente neutralizzare il rischio segnalato³⁴) per delineare possibili rivisitazioni

²⁹ U. Noack – D. Zetzsche, (*Virtuelle*) *Hauptversammlung mit und nach Corona*, in *AG*, 2020, 722; VGR, *Reform*, 8; C.H. Seibt – C. Danwerth, *Die Zukunft der virtuellen Hauptversammlung während und nach der COVID-19-Pandemie*, in *NZG*, 2020, 1245; M. Kovarova-Simecek – A. Klinz – L. Loidl, *Virtuelle Hauptversammlung als Phänomen der COVID-19-Pandemie – eine vergleichende Analyse der rechtlichen, organisatorischen und technischen Umsetzung in Österreich und Deutschland*, in S. Behringer (Hrsg.), *CARF Luzern 2021*, Konferenzband, 2021, 305, 316 s., <https://www.hslu.ch/de-ch/wirtschaft/forschung/konferenzen/carf-luzern/carf-konferenzbeitraege/> (includendo analoghe osservazioni anche per l'Austria).

³⁰ Su una posizione di sostanziale consenso attorno agli esiti positivi dell'esperienza maturata nella fase dell'emergenza sanitaria convergono sia la dottrina (oltre a quella citata nella nota che segue) sia istituzioni rappresentative della prassi: tra queste cfr. Bundesverband der Deutschen Industrie e.V. (BDI), *Dauerhafte Verankerung der virtuellen Hauptversammlung im Aktiengesetz. Positionspapier*, 26 luglio 2021, in <https://bdi.eu/artikel/news/dauerhafte-verankerung-der-virtuellen-hauptversammlung-im-aktiengesetz/>;

³¹ Cfr. U. Noack – D. Zetzsche, (*Virtuelle*), 725 ss.; L. Klöhn, *Passive Investoren, Aktivisten und die Reform des deutschen Hauptversammlungsrechts*, in *ZHR*, 2021, 218.

³² A. Olivieri, *Covid-19*, 22. Analogamente A. Busani, *Assemblee e Cda in audio-video conferenza durante e dopo COVID-19*, in *Società*, 4/2020, 396 s., e in precedenza S. Rossi, *Diritti di partecipazione*, 893; con riferimento alle società cooperative con base sociale non ristretta P. Morara, *Svolgimento delle assemblee cooperative e distanziamento sociale, con specifico riferimento al rappresentante designato*, in *Società*, 2020, 548; in termini generali sul problema di interruzioni o assenza di collegamento, e sui poteri-doveri del presidente dell'assemblea di sospendere temporaneamente o definitivamente i lavori, o ripetere le votazioni, C. Clerici e F. Laurini, *L'assemblea tra partecipazione virtuale e voto elettronico dopo il D.Lgs. n. 27/2010: clausole statutarie e tecniche di verbalizzazione*, in *Notariato*, 2010, 671.

³³ B. Napolitano, *La gestione digitale*, (che indica questi fattori tra le determinanti della scelta della quasi totalità degli emittenti di non consentire alla generalità dei soci l'intervento mediante mezzi di telecomunicazione).

³⁴ Cfr. le previsioni del § 1, 7 *Gesetz über Maßnahmen im Gesellschafts-, Genossenschafts-, Vereins-, Stiftungs- und Wohnungseigentumsrecht zur Bekämpfung der Auswirkungen der COVID-19-Pandemie* del 27 marzo 2020 (*C19-AuswBekG*, in vigore in Germania sino al 31 agosto 2022), secondo cui, fatta salva la prova del dolo o della colpa grave della società, l'impugnazione della deliberazione non può essere fondata su violazioni delle disposizioni del § 118 *AktG* che regolano il dovere dell'emittente di dare al socio conferma in forma elettronica dei voti esercitati in via elettronica o per corrispondenza, né di quelle, contenute nella legislazione di emergenza stessa, che ammettono lo svolgimento della riunione in forma esclusiva-

della disciplina ordinaria dell'invalidità delle deliberazioni secondo soluzioni stabilmente idonee a circoscrivere la rilevanza dei potenziali vizi ascrivibili a difetti e disfunzioni di natura tecnica³⁵, in relazione al nostro ordinamento non sono mancate riflessioni ugualmente funzionali alla salvaguardia dell'esito del procedimento in caso di problemi tecnici anche senza ipotizzare modificazioni dell'ordinario regime di invalidità. È condivisibile il rilievo per cui, specificamente, dovrebbero imputarsi a colpa della società, e rilevare ai fini della validità della costituzione della riunione e delle deliberazioni, i soli difetti di collegamento e le sole assenze riconducibili all'inadeguatezza del sistema di telecomunicazione prescelto.³⁶ L'efficacia di simili soluzioni dipende d'altra parte anche dalla portata che si è disposti a riconoscere al principio, desumibile dal sistema delle disposizioni in materia di invalidità delle deliberazioni assembleari, di irrilevanza dei vizi di procedimento inidonei a incidere sugli interessi sostanziali tutelati dalla disciplina e che non incidono causalmente sul risultato finale del procedimento di formazione della deliberazione: principio la cui valorizzazione permette, anche in assenza di disposizioni addizionali specifiche o espresse e coerentemente con la svalutazione della funzione compositoria e ponderatoria della collegialità assembleare, di sostenere che la stessa esclusione dall'assemblea di persone legittimate «costituisc[e] un vizio irrilevante, qualora la mancata partecipazione non abbia precluso il raggiungimento del *quorum*, né avrebbe sovvertito l'esito della votazione».³⁷

Il problema dell'identificazione degli aventi diritto in caso di partecipazione diretta in via elettronica dovrebbe poi potersi risolvere, in specie nei casi in cui un riconoscimento *de visu* non è possibile (in quanto il sistema adottato non permetta il collegamento audiovisivo ma sia basato, per esempio, sulla sola videoscrittura, o permetta tale collegamento entro un numero massimo di partecipanti), anche facendo ricorso a sistemi di autenticazione informatica c.d. minori, come i codici identificativi (PIN), senza necessità di firma elettronica avanzata o qualificata, in accordo con il principio di *proporzionalità* che la regola europea e quella nazionale (artt. 8, par. 2, SRD II e 143-*bis*, comma 2, Tuf) pongono quale limite ai vincoli e requisiti che l'emittente può imporre nell'utilizzo dei mezzi elettronici per assicurare l'identificazione degli azionisti e la sicurezza delle comunicazioni.³⁸

mente virtuale a condizione che siano garantite la trasmissione audio-video integrale della riunione, l'esercizio del diritto di voto per corrispondenza o in via elettronica, ovvero per delega, nonché il diritto del socio di fare domande e di ottenere la verbalizzazione del suo voto dissenziente.

³⁵ VGR, *Reform*, 27 ss., ove si prefigura l'introduzione di disposizioni idonee a chiarire che, fatte salve ipotesi di dolo o colpa grave dell'emittente, l'impugnazione non può essere sorretta da disturbi della trasmissione audio e/o video e da disturbi tecnici che abbiano interferito in modo determinante con l'esercizio del diritto di voto o di altri diritti partecipativi dell'azionista, là dove il giudizio di rilevanza in concreto delle predette disfunzioni dovrebbe poi essere rimesso alla valutazione giudiziale nell'ambito del procedimento stesso, anche in via di urgenza.

³⁶ Cfr. Assonime, *La riunione assembleare*, 44 ss.

³⁷ V.R. Dragani – F. Prenestini, *Convocazione impropria*, 672 s. (cui è da rinviare anche per indicazioni bibliografiche): posto che l'obiezione secondo cui la tesi dell'irrilevanza del vizio lederebbe l'interesse del socio alla discussione e all'informazione assembleare è superabile ritenendo che «nell'assetto risultante dalla riforma del 2003 e, segnatamente, dalla previsione del voto per corrispondenza, l'interesse sotteso alla disciplina della partecipazione all'assemblea, più che alla possibilità di contribuire alla discussione, sia riconducibile alla capacità di influire concretamente sul risultato della deliberazione.»

³⁸ Cfr. M. Cian, *L'intervento e il voto elettronici nelle assemblee di s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2011, 1083; A. Tucci, *Commento all'art. 127 Tuf*, in P. Abbadessa e G.B. Portale (diretto da), *Le società per azioni*, 2, Milano, 2016, 3917. In senso analogo Assonime, *La riunione assembleare*, 33 s. Sull'argomento v. diffusamente C. Sandei, *Attivismo*, 175 ss. (propendendo per l'applicazione del metodo previsto in caso di conferimento

D'altro canto, la rapidità e pervasività del progresso tecnologico sono tali da rendere sempre meno plausibile l'invocazione di difficoltà tecniche e organizzative per sostenere la scelta di non utilizzare strumenti di partecipazione e voto a distanza³⁹: al punto da non fare apparire remota la possibilità di delineare «nuovi profili di attenzione per gli amministratori che, pur potendo, decidano comunque di non avvalersi di tutti i mezzi tecnici a loro disposizione per predisporre assetti organizzativi idonei a consentire l'effettiva partecipazione dei soci all'adozione delle decisioni societarie».⁴⁰

Se inoltre si tiene conto del fatto che nelle assemblee della maggior parte delle prime cento società quotate italiane risultano mediamente presenti, oltre agli investitori istituzionali (di regola per delega), «poco più di una decina di soci, ivi compresi il o i soci di controllo»,⁴¹ non sembra irragionevole prevedere che le difficoltà e i rischi di carattere tecnologico-pratico per la gestione di riunioni a distanza *anche sincrone e a due vie* siano destinati, a tendere, a essere superati: anche ipotizzando un incremento delle presenze conseguente all'impiego di mezzi di telecomunicazione.

Alla luce di quanto osservato si potrà concordare sulla perdurante attualità del rilievo secondo cui, in un contesto di significativa concentrazione della proprietà azionaria, disposizioni a carattere non precettivo come quelle dell'art. 2370, comma 4, c.c. scontano il rischio di scelte maggioritarie tendenti, anziché ad agevolare la partecipazione delle minoranze, a circoscrivere la potenziale incidenza sui quorum assembleari e sugli esiti delle votazioni di possibili più consistenti «coalizioni» minoritarie «attorno ad una proposta ostile agli amministratori o agli azionisti strategici».⁴²

Anche al di là di questo rilievo è necessario sottolineare tuttavia che tra le ragioni della mancata diffusione dei mezzi di telecomunicazione come strumento di democrazia partecipativa deve essere annoverato l'approccio stesso secondo cui il legislatore ha inteso aprire l'assetto normativo alle opportunità offerte dalle tecnologie digitali (approccio alle cui debolezze non si poteva pretendere ponesse rimedio il legislatore dell'emergenza). Alla scelta implicita negli artt. 2370 c.c. e 127 Tuf, di rimettere allo statuto qualunque decisione in merito all'adozione del «modello di democrazia o del tasso di democraticità da riconoscere ai consoci» *senza farsi carico di dettare alcuna regola funzionale alla*

elettronico di deleghe di voto (art.135 *novies*, comma 6, Tuf), e cioè della firma elettronica avanzata o qualificata).

³⁹ Stando alle dichiarazioni di uno tra i maggiori prestatori di servizi per l'assemblea virtuale, riunioni caratterizzate anche da interazione a due vie in tempo reale con un numero molto elevato di partecipanti sono già oggi pienamente realizzabili sul piano tecnico, salvi i più elevati oneri che soluzioni di questo genere attualmente comportano: cfr. Deutsches Aktieninstitut e.V., *Virtuelle Hauptversammlungen 2020. Rückblick und Ausblick*, gennaio 2021, in https://www.dai.de/fileadmin/user_upload/210114_Studie_Virtuelle_Hauptversammlungen_2020_-_Rueckblick_und_Ausblick.pdf, 15 (intervista a Christof Schwab, Director Business Development presso Computershare Deutschland GmbH & Co. KG). È peraltro prevedibile che il costo di questi servizi possa in futuro progressivamente ridursi in modo inversamente proporzionale alla loro diffusione nella prassi e all'ampliamento dell'offerta di servizi concorrenti.

⁴⁰ L. Locci, *Assemblee*.

⁴¹ P. Marchetti, F. Ghezzi, C. Mosca, *Struttura*, 878.

⁴² Cfr. M. Cian, *Intervento*, 96 (si che, in un panorama societario a proprietà fortemente concentrata, «forse solo un interesse legato alla volontà di affermare l'immagine della società come sensibile ai temi dell'ascolto dei piccoli risparmiatori e della trasparenza potrebbe indurre ad aprirsi concretamente alla democrazia elettronica»; C. Sandei, *Attivismo*, 128 s.; G.P. La Sala, *Le forme di partecipazione assembleare con mezzi elettronici nella società per azioni*, in F. Briolini (a cura di), *Principio capitalistico quo vadis?*, Toprino, 2016, 335 s.. Gli esiti dell'introduzione della disciplina del voto per corrispondenza e della partecipazione del socio mediante mezzi di telecomunicazione sono così risultati allineati alle non ottimistiche previsioni formulate a questo proposito erano state formulate all'indomani della riforma del diritto societario e poi del recepimento della SRD I: E. Pederzini, *Intervento*, 120 s.; S. Turelli, *Assemblee*, 450.

*soluzione della contrapposizione, insita nell'impiego di tecnologie digitali di partecipazione all'assemblea, tra istanze partecipative e istanze efficientistiche*⁴³, è infatti imputabile un agnosticismo che, trascurando ogni profilo disciplinare della partecipazione a distanza e, soprattutto, i suoi impatti sistematici⁴⁴ e ogni esigenza quindi di protezione contro le incognite correlate all'implementazione delle scelte di *opt-in* degli emittenti, si è tradotto nell'assenza di alcuna adeguata struttura di incentivi e ha verosimilmente contribuito ad alimentare le tendenze conservazioniste manifestate dall'autonomia privata.⁴⁵

A maggior ragione sembra allora si possa dire che la prospettiva di un ampliamento delle forme di esercizio del diritto di intervento e voto effettivamente messe a disposizione dell'azionista di società quotate non ha perso di attualità. Agevolare la partecipazione alle assemblee degli emittenti non solo resta un obiettivo legislativo la cui realizzazione è incompiuta nei fatti senza che siano venute meno le ragioni a sostegno del suo perseguimento. La partecipazione a distanza potrebbe *inoltre* rappresentare lo strumento in forza del quale concorrere alla soddisfazione di un'ulteriore esigenza da tempo rimarcata nel dibattito attorno alla materia assembleare: se è vero che nelle società quotate il ruolo dell'adunanza in sé considerata ai fini della collegialità assembleare è sempre più sbiadito, e all'atto pratico ridotto alla marginalità, la necessità che si tende a sottolineare consiste (non in un irrealistico recupero della riunione come effettivo luogo e momento del confronto dialettico e di maturazione delle decisioni di voto, ma) in una maggiore funzionalità del relativo svolgimento.

Ponendosi in questa prospettiva appare chiaro che perseguire l'obiettivo di promuovere scelte statutarie favorevoli a una più ampia partecipazione degli azionisti al processo decisionale richiede di rimettere in discussione, per le società quotate, l'originaria scelta legislativa di neutralità per delineare un possibile sistema di disciplina che si faccia carico di adattare le modalità di svolgimento della riunione alla partecipazione a distanza, la quale – implicando l'abbandono delle consuete categorie spazio-temporali di riferimento – rende opportuna una diversa configurazione del più ampio procedimento assembleare,⁴⁶ idonea ad assecondare, anche, la ricordata esigenza di maggiore funzionalità dell'adunanza.

Impostato in questi termini il percorso di analisi, è possibile sviluppare gli argomenti ora sinteticamente anticipati per procedere quindi alla formulazione di alcune considerazioni *de lege ferenda*.

⁴³ Cfr. E. Pederzini, *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, 2011, 499 ss. Di una «delega in bianco» allo statuto per la regolamentazione dell'intervento mediante mezzi di telecomunicazione e del voto per corrispondenza o in via elettronica parla R. Lener (– A. Tucci), *Società per azioni. L'assemblea*, 110.

⁴⁴ Cfr. M. Cian, *L'intervento*, 1068; C. Sandei, *Attivismo*, 6, 118 s., 125 s. (evidenziando che ai vizi di genericità delle disposizioni dell'art. 8 SRD I avrebbe dovuto porre rimedio il legislatore nazionale, il quale invece, riprendendo quasi alla lettera le disposizioni europee, ha del tutto abdicato alla sua funzione adeguatrice).

⁴⁵ I problemi insiti nell'approccio del legislatore alla partecipazione a distanza all'assemblea sono forse tra le ragioni dell'assenza di ogni previsione autodisciplinare in materia: se in precedenti edizioni del Codice di *corporate governance* l'argomento era appena accennato, e peraltro in modo indiretto e non esplicito (v. il punto 9.P.1 del Codice 2018, ove la previsione secondo cui il consiglio di amministrazione «promuove iniziative volte a favorire la partecipazione più ampia possibile degli azionisti alle assemblee e a rendere agevole l'esercizio dei diritti dei soci»), nella versione del 2020 esso è del tutto ignorato, essendo venuta meno ogni previsione avente ad oggetto i rapporti con gli azionisti.

⁴⁶ C. Sandei, *Attivismo*, 126 s.

4.1 – *Il declino dell’effettività delle funzioni della riunione assembleare.* – Non è certo di oggi la constatazione del decadimento, nella pratica delle società quotate, dell’effettività della funzione di luogo di dibattito e confronto (c.d. compositoria) svolta dalla riunione assembleare, e della sostanziale irrilevanza della riunione come luogo e momento di maturazione delle decisioni di voto (funzione ponderatoria della collegialità assembleare).⁴⁷ L’attualità della stessa funzione informativa della riunione appare almeno in parte compromessa,⁴⁸ tenuto conto sia del regime dell’informazione continua sia della naturale vocazione del sito internet dell’emittente – la pubblicazione sul quale dell’informazione pre (e post) assembleare è obbligatoria ai sensi dell’art. 125-bis, comma 1, Tuf e delle numerose ulteriori disposizioni che a quest’ultima rinviano – a farsi canale preminente del flusso informativo dalla società al socio.⁴⁹

Questi argomenti sono alla base dell’opinione secondo cui la conservazione integrale del rito assembleare sarebbe inopportuna: rito la cui perdita di significatività avrebbe reso l’assemblea un «organo di teatro»⁵⁰, di ratifica e formalizzazione di decisioni già assunte, e un luogo la cui scena è per lo più dominata (posto che gli investitori istituzionali maggiori intervengono generalmente mediante delegato) dalla presenza, oltre che degli azionisti di controllo, di pochi investitori qualificati e di alcuni azionisti minimi, tra cui anche disturbatori, i cui interventi appaiono di regola poco significativi o non qualificati nel merito quando non dilatori o pretestuosi.⁵¹ E poiché, così stando le cose, «ben difficilmente per non dire mai la riunione di massa porta i soci a migliori o diverse ponderazioni circa le materie all’o.d.g. ovvero a un utile esercizio del diritto di intervento e di voto su argomenti sui quali dovrebbe esservi stata comunque congrua informativa, insieme a motivate proposte», lo stesso sistema della riunione in presenza appare in larga misura «anacronistico e costoso».⁵²

Di qui, anche, la formulazione di proposte di subordinazione – statutaria o per regolamento assembleare – del diritto dei soci “non significativi” o “minimi” di prendere la parola nell’assemblea al possesso di una soglia predeterminata di partecipazione: anche

⁴⁷ Cfr. P. Marchetti, *In tema di funzionamento delle assemblee: problemi e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2001, 124; P. Montalenti, *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, 2017, 256 (indicando tra le ragioni della perdita di significatività dell’assemblea come momento di informazione e dibattito il regime dell’informazione continua e la prassi diffusa degli incontri con gli analisti oggetto di obbligatoria disclosure al pubblico); S. Rossi, *Diritti di partecipazione*, 883; G. Guizzi, *Gli azionisti e l’assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in *RDS*, 1/2011, 5-9. È anzi storicamente nota – lo ricorda M. Cera, *Assemblee e cda a distanza tra opportunità digitali e rischi da considerare*, in *Il Sole 24 Ore*, 21 maggio 2021 – la «fiacchezza con cui le assemblee generali esercitano le loro attribuzioni» – questa fiacchezza riguardata come «guaio insito nella natura medesima delle società per azioni»: E. Vidari, *Le società e le associazioni commerciali*, Milano, 1889, n. 513, 437. Le assemblee infatti «più sono numerose, e più sono disordinate, turbolente e disadatte a qualunque seria ed utile discussione»: Id., n. 523, 445. Per la ricostruzione delle funzioni della collegialità assembleare v. S. Rossi, *Il voto extrassembleare*, 135 ss.

⁴⁸ Cfr. M. Notari, *Diritti di voce*, 267, là dove rileva che nell’assemblea «non vengono fornite informazioni nuove, ma semmai ribadite e ricordate quelle già fornite al mercato».

⁴⁹ Cfr. V. Di Cataldo, *La tutela*, 265, 270 s.

⁵⁰ M. Stella Richter jr, *La collegialità nelle società di capitali al tempo della pandemia*, in *Giustizia Civile.com*, 12 maggio 2020, 9. E v. già B. Libonati, *Il ruolo dell’assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, 108.

⁵¹ Potendosi così verificare che soci con quote di partecipazione irrisorie abbiano il potere di «tenere in ostaggio i vertici della società, gli organi di controllo e i rappresentanti degli altri azionisti per periodi di tempo che possono andare da poche decine di minuti a intere giornate»: M. Notari, *Diritti di voce*, 269.

⁵² M. Cera, *Assemblee*, 21 maggio 2021.

sulla base della importante premessa che il diritto di partecipare alla discussione «potrebbe essere soddisfatto tramite il diritto di inviare le proprie osservazioni, domande e mozioni preventivamente alla società (ed eventualmente a vederle pubblicate in apposita sezione del sito internet), entro un congruo termine».⁵³

D'altro canto, quella della formazione preassembleare della volontà dei soci, con depotenziamento della riunione e della discussione assembleari,⁵⁴ è un'ipotesi già legittimata sul piano legislativo. Numerosi istituti certificano il riconoscimento normativo della svalutazione della collegialità nella sua accezione piena: dal voto extrassembleare *in absentia* al rovesciamento del nesso di correlazione tra diritto di intervento e di diritto di voto realizzato nell'art. 2370 con il d.lgs. 6/2003, dalle deleghe di voto e la sollecitazione e raccolta di deleghe ai sindacati di voto.⁵⁵ A smentire ulteriormente la concezione dell'assemblea come luogo dialettico è altresì la legittimazione della partecipazione del socio da remoto anche secondo modalità meramente passive (art. 143-bis reg. emittenti in relazione all'art. 127 Tuf).⁵⁶

Se poi ci si interroga sulle ragioni della decadenza della funzione di luogo di dibattito e maturazione delle decisioni svolta dalla riunione occorre riconoscere che questo esito non può imputarsi (lo dimostrano i dati statistici periodicamente raccolti) a modesti tassi di partecipazione all'assemblea e all'agnosticismo degli investitori istituzionali, a loro volta conseguenti alla presenza di azionisti di controllo e alla fondamentale scontatezza degli esiti delle deliberazioni. Esso appare piuttosto il riflesso indiretto del concorso di diversi fattori che hanno connotato in modo determinante l'evoluzione "sociodemografica" dell'azionariato degli emittenti: l'accentuazione, anzitutto, dei caratteri di professionalizzazione dell'azionariato, peraltro sempre più marcatamente non residente, anche in contesti, come quello nazionale, tutt'ora caratterizzati dalla significativa presenza di azionisti di controllo, con progressiva emarginazione della figura del risparmiatore direttamente accedente al mercato in favore dell'investimento (collettivamente o individualmente) gestito; la transizione, poi, verso una crescente concentrazione del possesso azionario istituzionale in capo a una cerchia ristretta di grandi investitori diversificati internazionali (la c.d. *common ownership*), e l'avvio inoltre di una tendenza di crescita della quota di portafogli di investimento ascrivibili a stili di gestione prevalentemente c.d. passivi; l'assunzione, infine, di una condotta partecipativa più attiva da parte degli investitori istituzionali "tradizionali" (con modelli di business a carattere non "strategico" o speculativo), parte rilevante della quale si manifesta in misura sempre più ampia e strutturale a porte chiuse nel quadro di occasioni di dialogo extrassembleare con gli emittenti, rispetto

⁵³ M. Notari, *Diritti di voice*, 269; P. Montalenti, *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate: analisi e proposte*, in *Riv. Soc.*, 2015, 957; Id., *Impresa*, 256. In senso critico su queste proposte M.S. Spolidoro, *Tersite in assemblea?*, in *Riv. soc.*, 2016, 171 ss.

⁵⁴ A. Tucci, *Commento all'art. 127 Tuf*, 3913.

⁵⁵ E. Pederzini, *Intervento del socio mediante mezzi di telecomunicazione e democrazia assembleare*, in *Giur. Comm.*, 2006, I, 103 s.; Ead., *Commento all'art. 127 Tuf*, in V. Calandra Buonauro (a cura di), *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, Milano, 2020, 988 e 990 (aggiungendo che la legittimazione normativa al ricorso alle tecnologie dell'informazione, svalutando la concezione tradizionale della collegialità e la sua ineludibilità per una più corretta (ponderata, frutto di discussione dialettica e di composizione di interessi) formazione della volontà della maggioranza, dà emersione a «una tendenza del sistema delle società di capitali verso forme procedurali di partecipazione variabile in relazione alle diverse caratteristiche tipologiche»; S. Rossi, *Diritti di partecipazione*, 885.

⁵⁶ S. Cappiello – U. Morera, *L'assemblea nelle società quotate*, in *Riv. dir. impr.*, 2020, 301.

ai cui esiti le decisioni di voto tendono a rappresentare il punto di ricaduta *ex post* e l'esercizio del diritto di voto nell'adunanza una formalità⁵⁷.

A questi fattori deve aggiungersi l'emersione, anche nel contesto europeo e italiano, di forme diverse di collaborazione tra co-azionisti istituzionali che possono condurre nella sede assembleare all'espressione del voto secondo una linea comune ancorché non concertata, con rafforzamento, rispetto all'emittente e agli eventuali azionisti di controllo, di posizioni condivise dalle minoranze qualificate relativamente alla materia oggetto di interesse. Si tratta non solo dei casi di iniziative a carattere "strategico" più o meno aggressivamente, e comunque pubblicamente, promosse da investitori *attivisti* nei confronti di specifici emittenti preselezionati: iniziative al cui buon esito appunto concorre (spesso in modo determinante) la "adesione", in termini di diritti di voto esercitati, di investitori istituzionali *mainstream*, per vocazione non attivisti. Altre forme di collaborazione tra co-azionisti si fondano invece sull'attività di supporto svolta, secondo modalità più o meno formalizzate o procedimentalizzate, da organizzazioni di diversa natura – associazioni di investitori, *investor forum*, ecc.⁵⁸ –, le quali si propongono di favorire operativamente il coordinamento tra investitori istituzionali tradizionali ai fini dell'*engagement* collettivo nei confronti delle società partecipate. L'obiettivo di simili forme di cooperazione consiste, in ultima analisi, nel limitare, redistribuendoli tra una pluralità di investitori aderenti all'organizzazione, i costi connessi all'impegno partecipativo e di *stewardship*, contrastando i limitati incentivi all'impegno individuale e *firm-specific* che – per ragioni economiche e per l'esistenza di interessi particolari anche disallineati rispetto a quelli degli investitori finali – tipicamente connotano la posizione di questa tipologia di investitori, con differenze nemmeno troppo marcate in base allo stile di gestione adottato – attivo o passivo.

Sono questi gli elementi che, affiancati alla crescente pressione normativa (e autodisciplinare) in favore dell'impegno partecipativo degli investitori istituzionali, inducono – a valle non solo del recepimento della SRD II ma anche dell'entrata in vigore del regolamento UE 2019/2088 sull'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (SFRD) e del regolamento UE 2020/852 sulla c.d. tassonomia delle attività economiche ritenute sostenibili sul fronte ambientale, nonché di fronte alle prospettive di revisione in senso rafforzativo della direttiva 2014/95/UE sulla comunicazione, da parte degli emittenti di maggiori dimensioni, di informazioni di carattere non finanziario (NFRD), da attuarsi in forza di una nuova direttiva sull'informativa sulla sostenibilità societaria (CSRD) il cui *iter* legislativo è *in itinere*⁵⁹ –, a riconsiderare una volta di più per le società

⁵⁷ Su tutti questi aspetti v. l'analisi di S. Alvaro, M. Maugeri e G. Strampelli, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettive*. Quaderni giuridici Consob, n. 19, 2019.

⁵⁸ Come noto, nel contesto nazionale Assogestioni svolge un ruolo centrale ai fini della presentazione di liste c.d. di minoranza per la nomina degli organi sociali da parte degli investitori istituzionali associati. Nel contesto europeo e internazionale è da menzionare l'opera di supporto svolta, tra altre organizzazioni, dall'*Investor Forum* britannico, costituito allo scopo specifico di favorire il coordinamento degli investitori istituzionali, da Eumedion in Olanda, dall'*Institutional Investor Group on Climate Change* relativamente ai profili di sostenibilità ambientale, ai *Principles for Responsible Investment* (PRI) per la promozione dell'investimento responsabile nelle dimensioni ambientale, sociale e di governance (ESG).

⁵⁹ Cfr. la proposta dalla Commissione Europea, del 21 aprile 2021, di una direttiva «che modifica la direttiva 2013/34/UE, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e il regolamento (UE) n. 537/2014 per quanto riguarda la comunicazione societaria sulla sostenibilità», COM(2021) 189 final, 2021/0104 (COD) (c.d. CSRD), che modificherebbe gli attuali obblighi di comunicazione dettati dalla NFRD non solo estendendone l'ambito di applicazione a tutte le grandi imprese e a tutte le società quotate ma altresì prevedendo (tra altre misure) la soggezione a revisione dell'informazione non finanziaria e l'adozione di un nuovo e

quotate la risalente questione del ruolo svolto dalla riunione assembleare, e a interrogarsi sull'opportunità di prefigurare possibili forme di riallineamento della disciplina normativa dell'assemblea al mutato contesto sostanziale di riferimento: forme di riallineamento rispetto alla realizzazione delle quali la partecipazione del socio mediante mezzi di telecomunicazioni sembra rappresentare il conduttore ideale. Da essi conviene allora prendere avvio per le valutazioni successive.

4.2. (*Segue*). *Engagement degli investitori istituzionali e suoi riflessi sul declino delle funzioni della riunione.* – Nonostante la prevalenza di società quotate controllate⁶⁰, nel mercato nazionale gli investitori istituzionali, e in particolare i gestori di attivi,⁶¹ sono oggi azionisti significativi in una quota tutt'altro che marginale di emittenti, con una netta prevalenza, peraltro, degli investitori stranieri su quelli nazionali.⁶² Gli investitori istituzionali sono inoltre azionisti attivi, non solo in occasione di incontri privati con gli emittenti,⁶³ ma anche in forza dell'intervento all'assemblea e dell'esercizio del diritto di voto.⁶⁴

È chiaro peraltro che l'atteggiamento di maggiore e più attivo coinvolgimento nelle società partecipate progressivamente maturato dagli investitori istituzionali non può cer-

obbligatorio set europeo di standard di *sustainability reporting* la cui elaborazione sarebbe affidata allo *European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG).

⁶⁰ Cfr. Consob, *Report 2020*, 8 e 13: a fine 2019 risultano controllate – di diritto, di fatto o per patto di sindacato – 196 delle 228 società quotate sul MTA; delle 31 società quotate qualificate non controllate, solo 19 sono ascrivibili alla categoria degli emittenti ad azionariato diffuso (con flottante superiore al 70% delle azioni ordinarie). Queste ultime rappresentano tuttavia circa un quarto della capitalizzazione di mercato.

⁶¹ Con una quota media individuale di partecipazione pari, nel 2020, al 5,9% del capitale in un numero consistente di emittenti i gestori costituiscono la tipologia di investitore maggiormente rilevante: Consob, *Report 2020*, 17. È poi significativo che in un terzo circa delle società incluse nell'indice Ftse Mib i gestori rappresentassero anzi nel 2019 la maggioranza del capitale sociale intervenuto: A. Olivieri, *L'avanzata dei fondi: in Borsa comandano in una blue chip su tre*, Il Sole24ore, 4 agosto 2019, 8.

⁶² Agli investitori istituzionali (italiani ed esteri) è complessivamente ascritta una quota media di possesso azionario del 29,4 per cento in 67 emittenti quotati sul MTA, con una quota media di partecipazione rilevante individuale dell'8,2%: Consob, *Report 2020*, 16 (che qualifica la rilevanza della partecipazione in base a un intervallo di consistenza compreso tra il 3% e il 10% del capitale sociale, eccetto che per i gestori di attivi e i gestori di fondi di private equity e di venture capital, per i quali l'intervallo di rilevanza è compreso tra il 5% e il 20%). Lo stesso dato è peraltro riferibile a investitori stranieri in misura pari al 24,1%, e a investitori italiani per il restante 6,1%, con investimenti che per i primi risultano maggiormente concentrati su emittenti appartenenti al segmento Star: Ead., 17.

⁶³ Sulla cui rilevanza nella prassi v. Assogestioni, *Monitoraggio sullo stato di applicazione dei Principi Italiani di Stewardship per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle Società quotate. Report 2019*, 8-11, https://www.assogestioni.it/sites/default/files/docs/report_stewardship_2019.pdf.

⁶⁴ Ancora Consob, *Report 2020*, 65 s.: i dati sulla partecipazione assembleare nelle 100 maggiori società quotate nel 2020 mostrano chiaramente la ben diversa rilevanza del peso degli investitori stranieri rispetto a quelli italiani, con i primi che in media detengono il 20,3% del capitale con diritto di voto rappresentato nell'assemblea (su un totale del 73,6% del capitale), e i secondi solo il 1,9%. Se poi si ha riguardo al capitale con diritto di voto rappresentato nell'assemblea delle medesime prime 100 maggiori società nelle quali sono risultati presenti investitori istituzionali (e cioè in 98 di tali emittenti), la quota ascrivibile agli investitori esteri sfiora il 30% (29,3%): con sostanziale raddoppio della proporzione rispetto a quella registrata nel 2012 (16,7%). La partecipazione degli investitori istituzionali al voto sulle nomine negli organi sociali, sulle politiche di remunerazione (vincolante dal 2020) e sui compensi corrisposti sono inoltre indicativi del grado di *engagement* di questi ultimi: Ead., 67-70. Cfr. inoltre P. Marchetti, F. Ghezzi, C. Mosca, *Struttura*, 877 ss. e 881 s. (il grado di utilizzo delle altre leve di *engagement* (richiesta di convocazione dell'assemblea, diritto di integrazione dell'ordine del giorno, diritto di richiedere il rinvio dell'assemblea) risulta per contro di gran lunga inferiore).

tamente dirsi il risultato di una maggiore accessibilità ai lavori assembleari che sia conseguita all'impiego di mezzi telematici di comunicazione; esso è piuttosto il frutto, oltre che del regime di legittimazione introdotto con il sistema della data di registrazione,⁶⁵ delle modalità operative stesse secondo cui, anche in accordo al sistema legislativo, è esercitata la funzione di *stewardship*.

In un sistema in cui nell'intervento all'assemblea e nell'esercizio del diritto di voto, in quanto momenti di cura di un interesse altrui (art. 35-*decies*, lett. e), Tuf), sono ravvisabili in capo a gestori e investitori istituzionali elementi di doverosità giuridicamente rilevanti⁶⁶, è persino irrealistico ipotizzare che l'investitore possa *in base al dibattito assembleare* maturare decisioni di voto *durante la riunione*. Le decisioni di voto sono «il frutto di una più o meno complessa e articolata procedura che presuppone che tutto [...] sia deciso ben prima dell'avvio della riunione assembleare».⁶⁷ Il gestore è infatti chiamato a definire «strategie adeguate ed efficaci per determinare quando e come vadano esercitati i diritti di voto» di pertinenza dei patrimoni gestiti, a tal fine definendo «misure e procedure» idonee a garantirne l'esercizio in coerenza con gli obiettivi e le politiche di investimento predeterminati (art. 37 reg. delegato UE n. 231/2013, richiamato dall'art. 112 reg. intermediari). Senza nemmeno contare che, sul versante pratico, «gli investitori istituzionali, soprattutto se esteri, devono rispettare le tempistiche imposte dalle piattaforme di voto e dalla catena dei depositari, che generalmente prevedono l'invio delle indicazioni di voto con largo anticipo (anche di 10/15 giorni) rispetto alla data di prima o unica convocazione»⁶⁸, la circostanza che a regolare le decisioni di voto siano procedure interne, presidi espressivi di un corrispondente dovere organizzativo, chiarisce che il momento di rilevanza sostanziale del procedimento che conduce all'esercizio del diritto di voto risiede nella fase preassembleare.

Anche le norme di recepimento della SRD II concorrono alla produzione di questo risultato. La politica di *engagement* che ai sensi dell'art. 124-*quinquies* Tuf gli investitori sono chiamati ad adottare illustrando in che modo essi intendono integrare l'impegno partecipativo nella loro strategia di investimento rinvia infatti a una concezione essenzialmente procedurale dell'*engagement*, rafforzando quanto alle decisioni di voto l'effetto di disallineamento tra l'esigenza organizzativa, preparatoria e decisoria dell'investitore che

⁶⁵ L'introduzione del sistema della *record date* ha sin da subito determinato un vistoso incremento nei tassi di partecipazione assembleare: M. Notari, *Diritti di voce*, 256-57; M. Campobasso, *La tutela*, 156; M. Cian, *Intervento*, 96.

⁶⁶ Poiché la norma richiamata nel testo configura l'esercizio del diritto di voto alla stregua di un «potere in senso tecnico, di una funzione» derivante dall'intestazione degli strumenti finanziari (M. Stella Richter jr, *Intervento e voto con strumenti finanziari di pertinenza di fondi comuni di investimento*, in R. D'Apice (a cura di), *L'attuazione della MiFID in Italia*, Bologna, 2010, 444) la cui attivazione è regolata dal principio dell'interesse degli investitori finali, intervento e voto del gestore si qualificano alla stregua di poteri-doveri (R. Costi, *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 319 s.) che si traducono in una *regola tecnica di comportamento* (M. Maugeri, *Proxy advisors, esercizio del voto e doveri «fiduciari» del gestore*, in R. D'Apice (a cura di), *Profili evolutivi della disciplina della gestione collettiva del risparmio*, Bologna, 2016, 681). Al gestore fa capo quindi (non un dovere giuridico di sistematico esercizio del diritto di voto, ma) un dovere di intervento e voto in tutti i casi in cui l'interesse degli investitori finali lo richieda, secondo i parametri preventivamente definiti nella *policy* di voto e coerentemente, in sede applicativa, con una valutazione che tenga conto anche di una analisi rischi-benefici: R. Costi, *Risparmio*, 323; M. Maugeri, *Sul nuovo "protocollo di autonomia" della Assogestioni*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 1/2011, 103, e Id., *Proxy advisors*, 680 s.

⁶⁷ M. Stella Richter jr, *La collegialità*, 9.

⁶⁸ Frontis Governance, *Politiche relative al rapporto con emittenti ed organi di informazione*, 2, in <http://www.frontisgovernance.com/it/links/>.

attua la politica di impegno nella definizione delle decisioni di voto e il momento del dibattito che ha luogo nell'adunanza assembleare.

L'irriducibilità del processo secondo cui gli investitori istituzionali assumono le decisioni di voto alla tradizionale concezione del procedimento assembleare (che vede le determinazioni individuali concentrate, in funzione del dibattito, in una unità di tempo e di spazio) risulta anche più evidente se si considera che l'attuazione in concreto di una funzione di *stewardship* ha riguardo non (salvi casi particolari e in via di eccezione) alle singole società partecipate ma al complesso del portafoglio – tanto più al crescere del grado di diversificazione dei portafogli di investimento e delle masse gestite e in modo anche più accentuato nei casi di stili di gestione prevalentemente, o sostanzialmente, passivi⁶⁹. L'applicazione tendenzialmente omogenea, a livello di portafoglio, di politiche di *engagement* e di voto promotrici di standard generali e trasversali di governo societario, ambientali e sociali, permette infatti un impegno partecipativo a basso costo.⁷⁰

D'altra parte, poiché rispetto alla partecipazione personale all'assemblea il dialogo extrassembleare con gli emittenti rappresenta un momento di "dibattito" e uno strumento per esercitare un'influenza sul *management* e sui soci di controllo ben più efficace, non può sorprendere che gli investitori che hanno accesso a queste occasioni di confronto scelgano di intervenire alla riunione mediante delegato per votare secondo una decisione già assunta e non modificabile.⁷¹ Ne sono consapevoli il legislatore (europeo e nazionale) e i codici di autodisciplina (di *corporate governance* e di *stewardship*), che esplicitamente collocano gli incontri con gli emittenti tra le forme di *engagement* la cui attuazione è incoraggiata.⁷²

La riduzione alla fondamentale irrilevanza, per gli investitori istituzionali, della riunione assembleare ai fini del dibattito e delle decisioni di voto trova una conferma ulteriore nella partecipazione a forme di *engagement* collettivo, la cui realizzazione presuppone una cooperazione sulla base di una preventiva fase organizzativa, poi più o meno stringente e formalizzata, il cui esito è appunto un predeterminato (rispetto alla riunione)

⁶⁹ Cfr. S. Alvaro, M. Maugeri e G. Strampelli, *Investitori istituzionali*, 38 ss.

⁷⁰ Cfr. per tutti John C. Coffee Jr., *The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systemic Risk*, in Colum. Bus. L. Rev., 2021, 602 ss.; Jeffrey N. Gordon, *Systematic Stewardship*, European Corporate Governance Institute Law Working Paper 566/2021, <https://ssrn.com/abstract=3782814>.

⁷¹ Cfr. M.S. Spolidoro, *Tersite*, 173 s.; C. Marchetti - M. Notari, *Diritti dei soci*, 454. Per i grandi investitori diversificati non residenti l'attribuzione di deleghe a un rappresentante locale è d'altra parte una scelta quasi obbligata, dato che, per ampiezza delle partecipazioni gestite, frammentazione geografica delle sedi degli emittenti e concentrazione delle assemblee su un arco di tempo ristretto, essi non sarebbero in grado intervenire in proprio se non in un numero solo molto limitato di riunioni.

⁷² Il «dialogo con le società partecipate» è infatti tra le modalità secondo cui si realizza l'impegno partecipativo (*engagement*) secondo l'art. 124-*quinquies* Tuf e l'art. 3-*octies*, par. 1, lett. a), SRD II. Secondo il Principio IV del Codice di *corporate governance* del 2020, compete all'organo di amministrazione di promuovere, «nelle forme più opportune», il «dialogo con gli azionisti e gli altri *stakeholder* rilevanti»: adottando una corrispondente policy «anche tenendo conto delle politiche di *engagement* adottate dagli investitori istituzionali e dai gestori di attivi» (raccomandazione 3). Analogamente, i *Principi italiani di Stewardship* di Assogestioni collocano la discussione «con i competenti membri, anche di minoranza, degli organi di amministrazione e controllo, ovvero con i soggetti da questi incaricati, dell'emittente quotato partecipata, [del]le eventuali preoccupazioni o problematiche riscontrate nel monitoraggio di detto emittente» tra le leve di «intervento» delle società di gestione strumentali alla tutela e all'incremento del valore delle partecipazioni gestite (Principio 3). Sui dialoghi tra emittenti e investitori istituzionali come forma di monitoraggio dell'operato dell'organo di gestione e sui relativi profili problematici v. per tutti G. Strampelli, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, in *Banca e borsa*, 2018, I, 393 ss.

orientamento di voto.⁷³ Se poi nell'*engagement collettivo* è da ravvisare un meccanismo correttivo dei problemi di *qualità* dell'impegno partecipativo conseguenti alla *stewardship* "di portafoglio" – non a caso la cooperazione tra azionisti istituzionali è incentivata dalla SRD II⁷⁴ e dai codici di *stewardship*⁷⁵ –, occorre essere disposti a riconoscere che l'esercizio della ponderazione e del confronto cui in linea teorica è funzionale la riunione assembleare necessariamente precede quest'ultima.

5. *La necessaria distinzione tra grandi investitori istituzionali e azionisti minimi (retail) e (istituzionali) minori.* – A fronte della svalutazione delle tradizionali funzioni informativa, di dibattito e confronto della riunione assembleare sembra fondato ipotizzare che per un investitore istituzionale o un gestore, per il quale la partecipazione all'assemblea si riduce nell'esercizio del diritto di voto secondo una direzione già determinata, il fatto di potere (o anche di dovere, nell'ipotesi di assemblea *online* o *virtual-only*) intervenire a distanza dovrebbe essere valutato in modo positivo, o almeno neutro, ma difficilmente negativo.

Questa illazione sembra trovare conferma nella posizione espressa dai consulenti di voto riguardo alle assemblee virtuali nel periodo dell'emergenza, secondo cui la necessità di un maggiore impiego delle tecnologie digitali ai fini della partecipazione dei soci alla riunione è avvertita da tempo in considerazione dei benefici che esso può comportare per emittenti e azionisti in termini sia di risparmio di costi (dalle spese per l'affitto dei locali per la tenuta dell'adunanza, per il catering e l'alloggio a quelle, aventi impatto anche ambientale, connesse alle trasferte necessarie per raggiungere il luogo di convocazione), sia di ampliamento della possibilità di partecipazione per gli azionisti non in grado di intervenire in presenza o mediante rappresentanti.⁷⁶

Il tendenziale favore verso modalità di tenuta dell'assemblea che non impongano ai soci la presenza nel luogo fisico di convocazione della riunione è tuttavia espresso in modo condizionato alla predisposizione, da parte degli emittenti, di chiare e trasparenti procedure o linee guida a tutela dell'effettività dei diritti partecipativi degli azionisti che intervengono da remoto e della sostanziale parità del relativo trattamento rispetto all'ipotesi della partecipazione in presenza, secondo *best practices* che hanno incominciato a delinearsi nel contesto dell'emergenza e che prioritariamente prevedono un'adeguata e chiara informazione concernente *a*) i modi e tempi per la formulazione di domande sugli argomenti all'ordine del giorno, la relativa trattazione da parte dell'organo amministrativo e *disclosure* a favore della generalità degli azionisti, a maggior ragione nei casi di limitazioni al diritto di porre domande durante la riunione; *b*) le procedure e i requisiti per

⁷³ Cfr. S. Alvaro, M. Maugeri e G. Strampelli, *Investitori istituzionali*, 44. È sufficiente in proposito richiamare le modalità secondo cui, mediante il comitato dei gestori in seno ad Assogestioni, gli investitori associati procedono alla selezione, formazione e presentazione di liste di candidati per le nomine di amministratori e sindaci. La tecnica del voto di lista, e la relativa disciplina, presuppongono anzi che le decisioni (sulla composizione della lista da presentare e sulla scelta della lista da votare) siano assunte prima della riunione assembleare.

⁷⁴ La nozione di *engagement* (art. 124-*quinquies* Tuf e art. 3-*octies*, par. 1, lett. a), SRD II) espressamente include la collaborazione tra co-azionisti tra le modalità secondo cui investitori istituzionali e gestori di attivi esercitano la funzione di monitoraggio sulle società partecipate. È da rilevare inoltre che l'obiettivo dichiarato (art. 83-*duodecies*, comma 1, Tuf) delle disposizioni sull'identificazione degli azionisti consiste nel «facilitare la comunicazione degli emittenti con gli azionisti nonché l'esercizio dei diritti sociali, *anche in modo coordinato*, da parte degli azionisti» [corsivo aggiunto].

⁷⁵ Cfr. Il Principio n. 4 dei Principi italiani di Stewardship.

⁷⁶ Cfr. A. Gebelin (Glass Lewis), *Glass Lewis' Updated Approach to Virtual Meetings Globally*, 14 gennaio 2021, <https://www.glasslewis.com/glass-lewis-updated-approach-to-virtual-meetings-globally/>.

la partecipazione alla riunione o per l'accesso alla piattaforma elettronica; c) la messa a disposizione degli azionisti di un servizio supporto tecnico di assistenza accessibile prima e durante la riunione.⁷⁷

Considerato poi che i maggiori investitori istituzionali tipicamente partecipano all'assemblea per delega, è forse ipotizzabile che forme di intervento a distanza non sarebbero determinanti per favorire un ulteriore incremento della partecipazione di *questi* investitori⁷⁸. Non necessariamente, infatti, l'intervento in proprio a distanza risulterebbe per essi preferibile al ricorso alla delega, anche tenuto conto dell'assenza di alcuna norma che imponga agli emittenti la diffusione dell'informazione preassembleare anche in lingua inglese, o la predisposizione di servizi di traduzione simultanea in inglese.⁷⁹

I grandi investitori istituzionali non esauriscono tuttavia la platea degli azionisti non di controllo. La possibilità di intervenire (e votare) online in modo contestuale potrebbe favorire una maggiore partecipazione assembleare sia degli azionisti c.d. *retail*, sia degli investitori professionali di più ridotte dimensioni e con quote di partecipazione inferiori alla soglia di rilevanza ai fini della comunicazione alla Consob e all'emittente: investitori che, in quanto appunto "sottosoglia", da un lato non sono specificamente individuati nelle periodiche rilevazioni relative alla partecipazione alle assemblee degli emittenti e dei quali dunque poco si sa, e dall'altro non sono soggetti (i primi), o sono esentati (i secondi), dal "dovere" di voto ai sensi della regolamentazione di settore (e per i quali più agevolmente potrebbe in ogni caso giustificarsi una scelta in favore dell'opzione *explain* lasciata aperta dall'art. 124-*quinquies*, comma 3, Tuf e della non applicazione dunque delle previsioni dei commi 1 e 2 sull'impegno partecipativo).

L'evidenza aneddotica raccolta a seguito degli esperimenti di «democrazia elettronica»⁸⁰ posti in essere negli ultimi due anni nel contesto europeo e internazionale sembra indicare che l'accessibilità della riunione a distanza è, in effetti, un fattore propulsore della partecipazione assembleare⁸¹, e l'incremento registrato nel tasso di partecipazione

⁷⁷ Id. Cfr. inoltre Glass Lewis, *Virtual Meeting Considerations for Issuers. Areas of Focus and Examples to Follow*, 2021, https://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2021/01/Virtual-Meeting-Considerations-for-Issuers.pdf?utm_campaign=Brand%20-%20Thought%20Leadership&utm_source=Virtual%20Meeting%20Considerations%20Download&utm_medium=Blog&utm_term=Virtual%20Meeting%20Considerations%20Download&utm_content=Virtual%20Meeting%20Considerations%20Download. Analoghe ragioni di tutela dell'effettività dei diritti partecipativi degli azionisti sono alla base della più generica raccomandazione di ISS, di votare a favore di proposte di adozione della possibilità di convocazione di assemblee ibride, e contro proposte dirette a consentire la convocazione di assemblee esclusivamente virtuali: cfr. ISS, *Continental Europe Proxy Voting Guidelines Benchmark Policy Recommendations (effective for Meetings on or after February 1, 2022)*, 13 dicembre 2021, 30, <https://www.issgovernance.com/file/policy/latest/emea/Europe-Voting-Guidelines.pdf>. Analitiche indicazioni di *best practice* per la tenuta di assemblee *virtual-only* sono contenute nel rapporto (riferito al contesto statunitense) redatto da Rutgers Center for Corporate Law and Governance - Council of Institutional Investors - Society for Corporate Governance, *Report of the 2020 Multi-Stakeholder Working Group on Practices for Virtual Shareholder Meetings*, 10 dicembre 2020, https://cclg.rutgers.edu/wp-content/uploads/VSM-Working-Group-Report-12_10_2020.pdf.

⁷⁸ In senso analogo M. Cian, *Intervento*, 103 s.

⁷⁹ In senso critico rispetto all'assenza di disposizioni che, in chiave di accessibilità dell'informazione in un mercato globale, risolvano la questione linguistica C. Sandei, *Attivismo*, 101 e nt. 108.

⁸⁰ L'espressione è di M. Cian, *Intervento*, 96.

⁸¹ Cfr. per la Germania VGR, *Reform*, 8; Deutsches Aktieninstitut e.V., *Virtuelle Hauptversammlungen 2020. Rückblick und Ausblick*, gennaio 2021, in https://www.dai.de/fileadmin/user_upload/210114_Studie_Virtuelle_Hauptversammlungen_2020_-_Rueckblick_und_Ausblick.pdf, 35, secondo cui nel 2020 il tasso di partecipazione alle assemblee è risultato incrementato nel 32% degli emittenti appartenenti all'indice DAX; ove anche l'indicazione dei dati puntuali per alcune società rappresentative: Deutsche Telekom AG, 11, E.ON SE, 18, GEA Group AG, 21, Osram Licht AG, 25, e Vonovia SE, 29; J. Redeke, *Virtuelle*

rispetto a quello osservato per le riunioni in presenza appare esso stesso indice del fatto che ad onta del tradizionale (e forse abusato) argomento dell'apatia razionale del piccolo azionista sussiste un apprezzabile interesse dei soci diversi dagli investitori istituzionali a intervenire all'assemblea. Se è certamente vero che è pure necessario prendere atto dell'esistenza di una quota parte dell'azionariato destinata a rimanere inelastica e resistente rispetto all'esercizio dei diritti partecipativi, sicché il sostenimento dei costi connessi all'adozione di misure dirette a promuoverne la partecipazione è razionale entro determinati limiti, non sembra perciò solo giustificato l'abbandono di ogni tentativo di favorire la partecipazione della parte dell'azionariato per la quale impedimenti di carattere puramente pratico – logistici, di costi e di tempi – possono effettivamente ostacolare la partecipazione all'assemblea in presenza. D'altro canto, la rilevanza di interventi diretti a favorire la partecipazione assembleare e al voto da parte degli azionisti risiede nel fatto che tassi più elevati di partecipazioni contrastano la formazione di maggioranze "casuali".

Se si ha riguardo all'azionariato istituzionale "minore", non appare infondato ritenere che l'intervento mediante mezzi di telecomunicazione potrebbe favorirne la partecipazione in quanto strumento idoneo a compensare almeno parzialmente i limiti di carattere organizzativo, in termini di strutturazione e risorse dedicate alle funzioni di *stewardship*, che rendono difficoltoso l'intervento diretto, anche mediante delegato, a numerose adunanze concentrate in un breve arco di tempo.

Quanto all'azionariato *retail*, è verosimile che soprattutto per gli investitori più giovani l'accessibilità telematica della riunione assembleare possa significativamente promuoverne la partecipazione. D'altra parte, il fatto che all'assemblea possano partecipare anche azionisti minimi animati da finalità pretestuose o di disturbo non implica che dalla voce del complesso degli azionisti *retail* non possano provenire critiche, spunti o impulsi informativi utili.⁸² Né si può trascurare di considerare che non solo nelle società ad azionariato maggiormente diffuso ma anche in alcuni emittenti a proprietà concentrata la quota di possesso azionario complessivamente ascrivibile ad azionisti minimi non è marginale: la riattivazione della voce degli azionisti minimi potrebbe rappresentare in queste ultime – in specie quando, in funzione dell'argomento all'ordine del giorno e in considerazione della incrementata propensione alla partecipazione e al voto da parte degli investitori istituzionali, gli esiti delle votazioni non appaiono scontati o facilmente prevedibili – un elemento di rafforzamento della posizione delle minoranze professionali attive, ovvero di sostegno alle posizioni della maggioranza qualora ritenute maggiormente condivisibili. Non è del resto un caso se tra i servizi offerti da imprese specializzate nell'"industria" del governo societario figurano quelli diretti a individuare gli azionisti minimi, in vario modo contattarli e sollecitarne un maggiore coinvolgimento partecipativo in vista e in funzione delle riunioni assembleari.

Merita anche di essere osservato che le disposizioni dell'art. 83-*duodecies* Tuf sono disfunzionali all'obiettivo di favorire una maggiore partecipazione alla vita sociale anche degli azionisti minimi, in quanto in sede di recepimento della SRD II, e in controtendenza

*Hauptversammlung*geb börsennotierter Aktiengesellschaften – "Virtual Insanity"?, in AG, 2022, 102. Per la Francia v. l'intervista del 15 ottobre 2020 a A. Sicurani (delegato di F2iC - Fédération des investisseurs individuels et des Clubs d'investissement), *Les AG virtuelles ne doivent pas devenir la règle*, in <https://www.labrador-company.fr/les-assemblees-generales-virtuelles-ne-doivent-pas-devenir-la-regle/>;

⁸² Cfr. M.S. Spolidoro, *Tersite*, 174 s. (sicché dovrebbe tendersi non a limitarne il diritto di fare interventi ma a definire in modo esplicito poteri e criteri di condotta del presidente della riunione utili al contrasto degli abusi senza pregiudizio degli interventi non abusivi).

rispetto ai maggiori ordinamenti europei,⁸³ è stata esercitata l'opzione di limitare il corrispondente diritto dell'emittente (e dei co-azionisti richiedenti) agli azionisti titolari di una quota di partecipazione minima pari o superiore allo 0,5% del capitale con diritto di voto. La previsione della soglia minima ai fini dell'identificazione introduce un elemento di rigidità che, presupponendo la scelta di politica legislativa di limitare ai soli azionisti maggiormente significativi l'obiettivo di «facilitare la comunicazione degli emittenti con gli azionisti nonché l'esercizio dei diritti sociali»⁸⁴, anche in modo coordinato, da parte degli azionisti», destina la gran parte degli azionisti retail, ma anche molti investitori istituzionali “minori” a (continuare a) rimanere nel cono d'ombra proiettato dal sistema predisposto dalla norma richiamata, impedendo all'emittente, e per esso all'organo di gestione e poi alla funzione di *investor relations*, di accedere al predetto sistema senza restrizioni quanto alla decisione, in funzione della composizione della sua particolare base azionaria, in merito a quali azionisti identificare ai fini della comunicazione con essi. Allo stesso modo, questa scelta impedisce ai co-azionisti legittimati ai sensi dell'art. 83-*duodecies*, comma 3, eventualmente interessati alla comunicazione anche ai fini del coordinamento potenzialmente connesso all'*engagement* collettivo, di accedere all'identificazione dei soci sottosoglia.⁸⁵

Si può obiettare che il “vero” obiettivo, perseguito a livello europeo, di favorire una più intensa e attiva condotta partecipativa degli azionisti è da intendersi riferito prioritariamente agli investitori istituzionali – e, occorre aggiungere, agli investitori istituzionali maggiori. Resta il fatto tuttavia, a prescindere dal merito di ogni considerazione circa i negativi effetti che il processo di *deretailization* sembrerebbe poter determinare sull'efficienza dei mercati finanziari,⁸⁶ che agli azionisti *retail* non è affatto impedito l'accesso diretto ai mercati finanziari. Se dunque la figura dell'investitore *retail* non può essere

⁸³ Cfr. Assonime, *Il recepimento della direttiva shareholder rights II nell'ordinamento italiano*. Circolare 21/2019, 46 («nei principali ordinamenti non si è optato per alcuna soglia (così Francia, Germania Spagna e Regno Unito)»).

⁸⁴ Non è per contro apparso convincente il rilievo, contenuto nella relazione al decreto di recepimento della SRD II, secondo cui a giustificare la scelta in favore della soglia sarebbe l'intendimento di non ostacolare la contendibilità degli emittenti (in quanto il diritto all'identificazione, in associazione con la soppressione della facoltà di non farsi identificare riconosciuta dalla disciplina anteriore, si sarebbe potuto impiegare alla stregua di un meccanismo difensivo indirizzato a fare uscire allo scoperto soggetti interessati ad acquisire nell'emittente una partecipazione significativa ancorché inferiore alle soglie dettate dalla direttiva *Transparency*): cfr. Assonime, *Il recepimento*, 45 s.; M. Gargantini, *Commento all'art. 83-duodecies*, in V. Calandra Buonauro (a cura di), *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, Milano, 2020, 668; negli stessi termini A. De Costa – M.L. Passador, *L'identificazione degli azionisti alla luce della SHRD II*, in F. Raffaele – E. Ruggiero (a cura di), *Il recepimento in Italia della Shareholder Rights II*, Milano, 2021, 92.

⁸⁵ Nello stesso senso anche C. Tedeschi, *La direttiva Shareholder Rights II e il nuovo ruolo degli investitori istituzionali nelle società per azioni quotate: dall'attivismo all'engagement nella prospettiva di efficienza e continuità dell'impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, II, 570.

⁸⁶ Secondo diversi studi empirici gli investitori *retail* giocano un ruolo importante ai fini dell'efficiente funzionamento del mercato di quotazione: migliorando l'accuratezza dei prezzi delle azioni, incrementando la liquidità del mercato e contribuendo alla sua efficienza allocativa: cfr. A.J. Davis, *Market Efficiency and the Problem of Retail Flight*, in *Stan. J.L. Bus. & Fin.*, 2014, 36 ss.; R. Ding – W. Hou, *Retail investor attention and stock liquidity*, in *Int'l Fin. Markets, Inst. & Money*, 2015, 12 ss.; R. Kaniel - G. Saar – S. Titman, *Individual Investor Trading and Stock Returns*, in *J. Fin.*, 2008, 273 ss.; J.-N. Barrot – R. Kaniel – D. Sraer, *Are retail traders compensated for providing liquidity?* CEPR Discussion Paper No. DP10820, 2015, <https://ssrn.com/abstract=2661549>; R. Kaniel – S. Liu – G. Saar – S. Titman, *Individual Investor Trading and Return Patterns around Earnings Announcements*, in *J. Fin.*, 2012, 639 ss.; E. Boehmer – C.M. Jones – X. Zhang, *Tracking Retail Investor Activity*, 2017, <https://ssrn.com/abstract=2822105>; Q. Wang – J. Zhang, *Individual investor trading and stock liquidity*, in *Rev. Quant. Fin. Acct.*, 2015, 485 ss.; Id., *Does individual investor trading impact firm valuation?*, in *J. Corp. Fin.*, 2015, 120 ss.

ricondotta esclusivamente a quella del consumatore di servizi finanziari e di investimento, delle esigenze di relativa protezione deve farsi carico non solo la disciplina dell'investimento intermediato o gestito ma anche quella di diritto societario, anche con gli strumenti che, come la partecipazione a distanza, sono suscettibili di favorirne un coinvolgimento maggiore.

Non sembra che queste osservazioni siano contraddette dal rilievo, anch'esso certamente vero, che ad allontanare dall'esercizio dei diritti partecipativi gli azionisti minimi pure in linea teorica a ciò interessati sono anche i limiti connessi al deficit cognitivo e psicologico in relazione al merito delle decisioni di voto da assumere (argomento dell'ineadeguatezza dell'azionista minimo) e all'esame dell'informazione a tal fine strumentale. In effetti, fintanto che non sarà compiuta la rimozione almeno degli impedimenti il cui contrasto è nella facoltà del legislatore – e tra questi è anche la persistente refrattarietà degli emittenti ad ampliare statutariamente le modalità di intervento e voto assembleare alle forme basate sull'impiego di mezzi elettronici di comunicazione –, l'interrogativo circa l'effettiva ineluttabilità del *disengagement* degli azionisti minimi sembra destinato a rimanere aperto.

Né, infine, l'argomento "democratico" della presunta inaccessibilità, o difficoltosa accessibilità, dell'azionista retail ai mezzi di telecomunicazione, o la sua incapacità tecnica nel relativo utilizzo⁸⁷, può più essere ragionevolmente proposto a fondamento di una potenziale disparità di trattamento dei soci la quale osterebbe a una scelta della maggioranza a favore della virtualizzazione dell'assemblea. Come infatti è stato osservato a sostegno della non configurabilità di alcun diritto individuale del socio a intervenire fisicamente all'assemblea, il rischio di una limitazione di fatto delle prerogative dell'azionista appare più accentuato nei casi in cui lo statuto preveda clausole (la cui legittimità non è discussa) che permettono la convocazione in luoghi anche assai distanti dalla sede sociale, che non nei casi di clausole statutarie che imponessero ai soci di intervenire mediante mezzi di telecomunicazione.⁸⁸

6. *Prospettive: dall'ulteriore accentuazione del baricentro normativo nella fase preassembleare all'assemblea (anche esclusivamente) a distanza.* – Favorire l'intervento e il voto a distanza nelle assemblee degli emittenti non implica necessariamente porre la questione (di per sé peraltro del tutto legittima e nemmeno inedita⁸⁹) se, a distanza di molti anni ormai dall'introduzione delle disposizioni che abilitano la partecipazione mediante mezzi di telecomunicazione, sia tempo di riconoscere al socio di società quotate il *diritto* di intervenire alla riunione da remoto, e di muovere allora verso un sistema che individuerrebbe nell'assemblea c.d. ibrida la modalità suppletiva di tenuta della riunione, salva un'eventuale opzione statutaria in favore della partecipazione solo *online* (o anche della riunione solo virtuale) ma escludendo in ogni caso la possibilità di tenuta dell'adunanza esclusivamente secondo la formula consueta basata sulla partecipazione fisica degli azionisti (e degli altri intervenienti).

In effetti, imporre senz'altro l'assemblea ibrida quale opzione di *default* non sarebbe privo di controindicazioni. Si preferirebbe tra tutte l'opzione (almeno al momento) più

⁸⁷ Cfr. ad esempio G.P. La Sala, *Le forme di partecipazione*, 345.

⁸⁸ Cfr. Consiglio Notarile di Milano, *Massima n. 200*. In senso analogo C. Sandei, *Attivismo*, 203, che rimarca il carattere partitario della scelta organizzativa di imporre a tutti i soci, senza eccezione, la partecipazione virtuale: scelta alla quale non può poi imputarsi la maggiore o minore accessibilità soggettiva alla riunione.

⁸⁹ Cfr. ad esempio G.P. La Sala, *Le forme di partecipazione*, 336.

onerosa, in quanto agli oneri connessi alla tenuta della riunione nel luogo fisico di convocazione si sommerebbero quelli, infrastrutturali e di esercizio, connessi all'elemento tecnologico strumentale al collegamento da remoto. Non si terrebbe inoltre in alcun conto la pur legittima aspettativa dell'emittente di poter scegliere, tra i diversi "modelli" assembleari possibili, quello – che a seconda delle circostanze potrebbe anche rimanere quello dell'assemblea "analogica" – ritenuto più adatto in base alla composizione del suo azionariato e alle sue caratteristiche specifiche.

Quest'ultimo rilievo si potrebbe opporre anche rispetto a un'eventuale e più coraggiosa scelta normativa di fare dell'adunanza *virtual-only* il modello assembleare di *default* per le società quotate, a meno di una disposizione che prevedesse un'opzione statutaria di *opt-out* in favore di tutte le formule alternative, anche esclusivamente in presenza, eventualmente prevedendo opportune maggioranze rafforzate per la scelta di abbandono.⁹⁰

Senza rinunciare alla flessibilità insita in norme di *opt-in*, e fermo che l'eventuale riconoscimento di un diritto del socio alla partecipazione mediante mezzi di telecomunicazione resta realizzabile in forza di una clausola statutaria che stabilisca l'obbligo di prevedere questa modalità di intervento⁹¹, è possibile prefigurare possibili interventi normativi suscettibili di sostenere, nel tipo nel quale è maggiore l'esigenza di apertura al coinvolgimento dell'azionariato, una transizione dall'assemblea puramente analogica a quella (in misura maggiore o minore) digitale prescindendo dall'imposizione di alcun obbligo in tal senso.

L'esperienza del periodo di emergenza preannuncia con sufficiente chiarezza le direttrici secondo cui è possibile ipotizzare una più convinta apertura normativa all'intervento e al voto a distanza nelle società quotate. Essa segnala infatti che, quando non è imposto per legge, l'impiego dei mezzi di telecomunicazione appare realisticamente realizzabile solo in quanto una digitalizzazione della partecipazione dei soci non comporti ulteriori appesantimenti o irrigidimenti dello svolgimento della riunione. Il ricorso ai mezzi elettronici dovrebbe anzi concorrere alla funzionalità e fluidità di svolgimento dell'adunanza secondo una logica efficientista, di semplificazione organizzativa e razionalizzazione della dialettica assembleare, assecondano nell'interesse comune le esigenze, da tempo rimarcate⁹², di snellimento degli interventi, maggiore focalizzazione dell'illustrazione dell'organo amministrativo sulle questioni veramente rilevanti, incremento del livello qualitativo dell'informazione, nonché contenimento della durata della riunione.

Non si può omettere di segnalare che impulsi nella direzione appena indicata hanno trovato slancio particolare in Germania, dove il dibattito dottrinale sul futuro dell'assemblea e le proposte di revisione della legge azionaria, dianzi richiamate⁹³, formulate all'esito dell'esperienza del periodo di emergenza hanno da ultimo trovato accoglimento in un progetto di legge, redatto in sede referente, «per l'introduzione di assemblee virtuali

⁹⁰ Secondo un approccio ritenuto preferibile sin dall'attuazione della SRD I: C. Sandei, *Attivismo*, 132, e in favore del quale si esprime apertamente una parte della dottrina tedesca (*retro*, nt. 31).

⁹¹ L'obbligo statutario di prevedere l'intervento mediante mezzi di telecomunicazione potrebbe poi essere formulato in modo tale da rimettere all'organo amministrativo la facoltà di scegliere se convocare l'assemblea *solo* mediante mezzi di telecomunicazione oppure se indicare anche un luogo di convocazione: cfr. Consiglio Notarile di Milano, *Massima n. 200*.

⁹² Cfr. *retro*, n. 4.1 e le indicazioni bibliografiche ivi riportate, cui *adde* P. Montalenti, *La direttiva azionisti e l'informazione preassembleare*, in *Giur. Comm.*, 2011, I, 685 ss.; N. Abriani, *Il "pungolo gentile" dell'assemblea "mite" tra attivismo degli investitori istituzionali e nuova governance societaria. Prime riflessioni sull'attuazione in Italia della Direttiva azionisti*, in *Riv. dir. impr.*, 2011, 44 ss.

⁹³ *Retro*, n. 4. e in particolare VGR, *Reform*.

di società per azioni»,⁹⁴ che si propone di garantire nell'assemblea virtuale l'esercizio dei diritti assembleari secondo condizioni ritenute equivalenti a quelle dell'assemblea in presenza, al contempo intervenendo in senso correttivo sul procedimento assembleare, e in particolare sullo svolgimento della riunione secondo una prospettiva, appunto, di razionalizzazione fondata sull'anticipazione dell'esercizio dei diritti assembleari nella fase anteriore alla riunione. Anche dalle soluzioni prefigurate nel progetto tedesco è possibile trarre spunti per una possibile evoluzione del diritto interno.

Si tratta, in fondo, di una logica non affatto distante da quella che già contraddistingue l'art. 127-ter Tuf che, riconoscendo al socio un diritto di porre domande anche prima dell'assemblea e di ottenere risposte «al più tardi» durante la riunione, promuove una forma di dialogo extra e pre-assembleare tra azionisti e società e legittima un'anticipazione al di fuori della riunione di una parte della dialettica assembleare⁹⁵. Nelle previsioni dell'art. 127-ter Tuf è possibile individuare un appiglio sul quale sviluppare una formula assembleare più incisivamente caratterizzata, rispetto alla sua attuale configurazione, dallo slittamento del dibattito – e dell'esercizio dei connessi diritti degli azionisti – alla fase precedente l'adunanza, secondo modalità tali da alleviare in misura corrispondente la fase della riunione.

Riconosciuti il centrale ruolo svolto dall'informazione continua e da quella preassembleare⁹⁶ e la finalità dunque essenzialmente informativa del procedimento⁹⁷, le ricordate esigenze di funzionalità e snellezza di svolgimento di una riunione che preveda l'intervento del socio mediante mezzi elettronici assumono rilievo particolare per la configurazione dei diritti partecipativi diversi dal voto: di fare domande, proporre interventi e dichiarazioni, formulare proposte di deliberazione nei limiti delle materie all'ordine del giorno.

Ebbene, seguendo la linea di fondo sopra indicata, sembra possibile ipotizzare una revisione dell'attuale disciplina dell'assemblea di società quotate tendente, *nei casi in cui l'assetto organizzativo interno preveda la partecipazione del socio a distanza*, a rafforzare ulteriormente le disposizioni che valorizzano la centralità della fase che precede la riunione, per determinare un'anticipazione di una parte significativa della dialettica assembleare in questa fase e riservare alla riunione una prevalente, ancorché non esclusiva,

⁹⁴ Bundesministeriums der Justiz, *Referentenentwurf eines Gesetzes zur Einführung virtueller Hauptversammlungen von Aktiengesellschaften*, pubblicato il 22 febbraio 2022, https://www.bmj.de/SharedDocs/Gesetzgebungsverfahren/Dokumente/RefE_virtuelle_Hauptversammlung.pdf?__blob=publication-File&v=3.

⁹⁵ Cfr. A. Tucci, *Commento all'art. 127 ter Tuf*, 3932 s.; M. Gargantini, *I forum degli azionisti*, in F. Briolini (a cura di), *Principio capitalistico quo vadis*, Torino, 2016, 349; F. Innocenti, *Informazione e dibattito nel procedimento assembleare della s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 356 (il dibattito cessa di essere una prerogativa esclusiva della riunione e ne valica i confini, sicché cambia la “morfologia” del dibattito).

⁹⁶ V. tra molti P. Montalenti, *Il socio di società quotata*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I, 230 (che sottolinea la funzione di razionalizzazione dell'informazione assembleare svolta da quella preassembleare, la quale permette anche di attenuare la necessità di limitare mediante regolamento assembleare il tempo assegnato per gli interventi durante la riunione); (R. Lener –) A. Tucci, *Società per azioni. L'assemblea*, 157; C. Pasquariello, *Il diritto di porre domande prima dell'assemblea: un nuovo dialogo tra gli azionisti e la società. Analisi normativa e prospettive*, in *RDS*, 2017, 99.

⁹⁷ Secondo una linea da tempo individuata: P. Marchetti, *In tema di funzionamento*, 120 ss. (rilevando che la differenziazione tra informazione preassembleare ai soci e informazione al pubblico tende ormai a svanire).

funzione di definizione del dibattito⁹⁸. Più precisamente, sembra possibile considerare la previsione di disposizioni che, senza il filtro di alcuna preventiva deliberazione autorizzativa dell'assemblea a tal riguardo o specifica previsione statutaria, legittimino l'organo amministrativo a "forzare" l'esercizio anticipato (alla fase preassembleare) dei diritti in cui in senso tecnico si sostanzia l'intervento nell'assemblea⁹⁹ e, conseguentemente, a limitarne reiterazioni durante lo svolgimento della riunione.

Qualora con l'avviso di convocazione l'organo amministrativo facesse propria questa facoltà, ragioni di tutela dell'effettività dell'esercizio del *diritto di fare domande* (sulle materie all'ordine del giorno) richiederebbero di prevedere a carico degli amministratori un obbligo (nei limiti della pertinenza e della legittimità della domanda) di rispondere prima della riunione, facendo salva la facoltà di rinviare la risposta al momento dell'adunanza solo in presenza di circostanze particolari, come l'opportunità (fuori dai casi dell'informazione privilegiata, comunque dovuta) di mantenere l'informazione confidenziale sino al momento dell'assemblea.¹⁰⁰ L'apertura legislativa all'anticipazione forzata del diritto di fare domande sarebbe così controbilanciata dalla chiusura dello spazio di discrezionalità altrimenti accordato agli amministratori dall'art. 127-ter, comma 1, ultimo periodo Tuf, di decidere (in via generale nell'avviso di convocazione oppure volta a volta in relazione alle singole domande) se rispondere prima dell'assemblea o durante la stessa.¹⁰¹

Ragioni di parità di trattamento informativo, la cui rilevanza risulterebbe accentuerebbe in un sistema in cui il dibattito ha luogo in ampia misura prima della riunione, e l'esigenza di funzionalizzazione alla collegialità del dialogo preassembleare così realizzato, richiederebbero di prevedere un obbligo di divulgazione, mediante pubblicazione nel sito internet, delle domande formulate e delle risposte fornite a beneficio di *tutti* gli azionisti indistintamente o, in altri termini, un divieto di risposta privata o selettiva.

L'obbligo di rispondere alle domande prima dell'adunanza legittimerebbe una disposizione che consentisse di circoscrivere la portata del diritto del socio di richiedere informazioni *durante la riunione*. Qualunque azionista avendo beneficiato della facoltà di fare domande e del diritto di ottenere risposte prima dell'assemblea, le domande ammissibili durante la riunione dovrebbero potersi limitare a quelle riferite a informazioni non già ricomprese nell'informazione preassembleare o che non abbiano già formato oggetto di risposta: a informazioni, insomma, "nuove", comunicate o emerse solo nel corso dell'adunanza, ovvero ad aggiornamenti resi nell'assemblea dell'informazione in precedenza disseminata.

Uno schema siffatto non solo agevolerebbe la partecipazione all'assemblea da remoto; esso favorirebbe inoltre lo svolgimento più ordinato della riunione, in quanto opererebbe in senso propulsivo dell'esercizio, nella fase anteriore, delle corrispondenti prerogative da parte dei legittimati e dell'attivazione quindi dell'obbligo di risposta a carico degli

⁹⁸ Definizione che si sostanzierebbe non solo nella mera conta dei voti ma anche, secondo le ipotesi prefigurate nel testo, nell'esaurimento del dibattito che non può essere anticipato oltre che nell'eventuale modifica, che si rendesse necessaria, delle proposte messe ai voti. Cfr. per un analogo scenario S. Rossi, *Diritti di partecipazione*, 891; L. Schiuma, *L'assemblea*, 433.

⁹⁹ Sul significato dell'intervento all'assemblea fatto proprio dall'art. 2470, nel senso chiarito nel testo, M. Stella Richter jr, *Partecipare, intervenire e assistere alle adunanze degli organi collegiali delle società azionarie*, in *Riv. soc.*, 2013, 896 s.

¹⁰⁰ Cfr. su questo punto C. Sandei, *Attivismo*, 108, nt. 122.

¹⁰¹ Come osserva F. Innocenti, *Informazione e dibattito*, 372, rispondere alle domande prima dell'assemblea consentirebbe la conservazione delle funzioni ponderatoria e compositoria della collegialità al di fuori e prima della riunione assembleare.

amministratori, con verosimile incremento, anche, della qualità complessiva dell'informazione rilevante diffusa. Sembra infatti ragionevole ritenere che, rispetto a risposte formulate seduta stante nella sede della riunione (anche in presenza di un eventuale «pensatoio»¹⁰² appositamente istituito in seno all'ufficio di presidenza), quelle pubblicate nella fase precedente dovrebbero generalmente caratterizzarsi per maggiore ponderazione e chiarezza, potendo l'organo amministrativo sotto la sua responsabilità avvalersi per la relativa formulazione anche di consulenti.

La fissazione di adeguati termini minimi per l'inoltro delle domande e per la pubblicazione delle risposte dell'emittente, con eventuale previsione di ulteriori termini per possibili contro-domande (e risposte), permetterebbe all'organo amministrativo di evadere una parte significativa del dibattito prima dell'assemblea e, nella riunione, di concentrare l'esame sulle questioni di maggiore rilievo.

Il *diritto di prendere la parola e proporre interventi riguardo a materie all'ordine del giorno* si potrebbe regolare in modo parallelo a quello di fare domande, riconoscendo agli azionisti la facoltà, ad avviso di convocazione pubblicato e secondo gli stessi termini stabiliti per l'invio di domande, di trasmettere in forma scritta (ma anche, in ipotesi, mediante videoregistrazione) proprie prese di posizione, valutazioni, osservazioni e rilievi sulle proposte di deliberazione e sugli argomenti da trattare, o anche dichiarazioni di voto, con obbligo di relativa pubblicazione nel sito internet della società prima della riunione, e attribuendo all'organo amministrativo il potere (da esercitare con la pubblicazione dell'avviso di convocazione) di ammettere durante lo svolgimento dell'assemblea, e comunque in coerenza con la disciplina eventualmente in proposito prevista dal regolamento assembleare¹⁰³, i soli interventi riferiti all'informazione non resa nota prima della riunione.

Il principio dell'anticipazione del dibattito e della sua non reiterazione durante lo svolgimento della medesima si potrebbe replicare, secondo lo schema della facoltà attribuita in tal senso all'organo amministrativo, anche per il *diritto di formulare individualmente (ulteriori) proposte di deliberazione* sugli argomenti già all'ordine del giorno ai sensi dell'art. 126-bis, comma 1, ultimo periodo, Tuf¹⁰⁴. Il termine per l'esercizio del diritto di formulare le proposte in questione dovrebbe essere fissato in modo tale da consentire di tenere conto di esse ai fini del voto per corrispondenza e/o per delega, anche al rappresentante eventualmente designato.

In associazione alla previsione di un obbligo di preventiva (rispetto all'adunanza) pubblicazione delle proposte così presentate, una limitazione della portata del diritto di presentare individualmente proposte *direttamente nell'assemblea* non solo asseconderebbe

¹⁰² Cfr. su di esso M. Stella Richter jr, *Commento all'art. 2370 c.c.*, in P. Abbadessa e G.B. Portale (diretta), *Le società per azioni*, 1, Milano, 2016, 940.

¹⁰³ Il regolamento assembleare potrebbe, se del caso, fissare limiti alla durata degli interventi, eventualmente condizionando il diritto di prendere la parola a un tetto massimo individuale, o limitare ai soli azionisti che individualmente o congiuntamente detengano una determinata soglia minima di partecipazione la facoltà di fare contro-domande (sul presupposto, appunto, che nella fase che precede la riunione *qualunque* azionista ha già avuto la possibilità di fare domande). Al regolamento sarebbe inoltre da rimettere l'eventuale definizione dello spazio temporale massimo da dedicare, dopo la diffusione nella riunione di notizie e informazioni non già oggetto di *disclosure* nella fase anteriore, per la formulazione di domande e per le relative risposte, attribuendo al presidente gli opportuni poteri ordinatori.

¹⁰⁴ La partecipazione all'assemblea mediante mezzi di telecomunicazione non interferisce per contro con la disciplina del diritto, attribuito a una minoranza qualificata di azionisti dall'art. 126-bis, comma 1, primo periodo, Tuf, di presentare proposte di integrazione dell'ordine del giorno nei dieci giorni dalla pubblicazione dell'avviso di convocazione, con obbligo dell'emittente di relativa pubblicazione nei quindici giorni che precedono la riunione.

l'esigenza di ordinato svolgimento della riunione ma circoscriverebbe il rischio di iniziative opportunistiche di chi intendesse sfruttare «l'assenza di chi avesse deciso di non partecipare presumendo erroneamente la non discussione di quella proposta».¹⁰⁵

La facoltà di limitare l'esercizio del diritto riconosciuto dall'art. 126-*bis*, comma 1, ultimo periodo Tuf durante l'assemblea non potrebbe tuttavia trovare applicazione relativamente all'ipotesi tipica dell'art. 2393, comma 2, c.c., che indipendentemente dall'ordine del giorno legittima proposte di esercizio dell'azione sociale di responsabilità in occasione dell'approvazione del bilancio d'esercizio. Né sarebbe ipotizzabile una restrizione del diritto di formulare proposte nei casi in cui, a seguito della mancata presentazione di alcuna lista per le nomine dei componenti degli organi sociali, si rendesse necessario procedere sulla base di candidature da proporre necessariamente durante l'assemblea.

La realizzazione, in forza del sistema così delineato, di una finalità di alleggerimento dell'interlocuzione occorrente durante la riunione grazie all'evasione delle domande e degli interventi pervenuti e alla relativa *disclosure* alla generalità degli azionisti richiederebbe (nell'ipotesi dell'assemblea ibrida) che la decisione di anticipare alla fase anteriore il momento di esercizio dei diritti accessori a quello di intervento riguardasse tutti gli azionisti e non solo quelli partecipanti da remoto. Oltre a rispondere al principio di parità di trattamento¹⁰⁶, l'applicazione a tutti gli azionisti di un identico regime di esercizio dei diritti associati all'intervento nell'assemblea restituirebbe, in ultima analisi, una formula assembleare caratterizzata dal tendenziale slittamento (di larga parte) del dibattito alla fase anteriore alla riunione, determinandone una proceduralizzazione e standardizzazione che ne comprimerebbero, sì, i caratteri di «diretta» e spontaneità propri della concezione tradizionale dell'assemblea, ma non l'essenza né la natura collegiale¹⁰⁷, giacché a ogni socio resterebbe conservato il diritto di *intervenire*: di «svolgere (o poter svolgere) un ruolo più attivo rispetto a quello riservato a chi semplicemente presenza o assiste ai lavori di un qualsiasi organo collegiale».¹⁰⁸ Della collegialità cambierebbe la forma, nelle modalità spazio-temporali di attuazione del dibattito, ma non la sostanza, pur sempre rappresentata dalla necessità di un confronto tra i soci e tra soci e società preliminare alla votazione.¹⁰⁹

Quanto poi alle possibili modalità di attuazione del dibattito anticipato, è ipotizzabile l'eventuale ricorso da parte dell'emittente all'attivazione di «finestre di dialogo telematico facilmente utilizzabili dagli azionisti per comunicare tra loro e con gli amministra-

¹⁰⁵ Questi rischi sono stati posti a fondamento delle «serie perplessità» suscitate dal diritto riconosciuto all'azionista dall'art. 126, comma 1, ult. Periodo, Tuf: S. Capiello – U. Morera, *L'assemblea*, 291.

¹⁰⁶ Parità di trattamento, a rigore, di per sé forse nemmeno necessaria (posto che la scelta della modalità di intervento – se in presenza o mediante mezzi di telecomunicazione – non sarebbe imposta dalla società), e tuttavia preferibile per le ragioni indicate nel testo.

¹⁰⁷ Cfr. C. Marchetti - M. Notari, *Diritti dei soci*, 453 s. ove osservano che, se opportunamente raccordato con la disciplina del diritto di fare domande prima dell'assemblea, nemmeno il modello assembleare risultante dall'intervento mediante rappresentante designato obbligatorio ai sensi delle norme eccezionali di emergenza è tale da comprimere il diritto del socio di acquisire informazioni e commentare le risposte ricevute prima dell'assemblea, risultando compresso il solo «momento del dibattito di per sé considerato»: e non escludendo che «sia questo un modello cui tendere anche superata la fase emergenziale».

¹⁰⁸ M. Stella Richter jr., *Commento all'art. 2370*, 940.

¹⁰⁹ Cfr. C. Sandei, *Attivismo*, 112.

tori», tipicamente nella forma di un *forum* di interazione asincrona idoneo al coinvolgimento di tutti i soci e che, a basso costo, permette la conservazione cronologica dell'informazione trasmessa.¹¹⁰

Relativamente, infine, al *diritto di voto* occorre riconoscere che il suo esercizio contestuale in via elettronica appare ormai facilmente realizzabile anche in contesti societari caratterizzati da una platea di partecipanti (in presenza e/o da remoto) potenzialmente ampia, sicché non sembrerebbe azzardato vincolare in via normativa gli emittenti il cui statuto prevede l'intervento del socio mediante mezzi di telecomunicazione a offrire la corrispondente facoltà, poi rimettendo allo statuto la scelta del sistema (posta elettronica; piattaforma di voto) in forza del quale il socio che di esso intenda avvalersi potrà in concreto esercitare il diritto di voto contestuale da remoto, nonché la predisposizione di eventuali altre modalità di voto non contestuale alle quali l'azionista che non intendesse assistere alla riunione, nemmeno per delega, possa scegliere di ricorrere. Là dove si acceda all'interpretazione secondo cui «il riconoscimento del diritto di voto telematico è la condizione, necessaria ma al tempo sufficiente, affinché la partecipazione a distanza integri intervento in assemblea»¹¹¹, questa soluzione permetterebbe anche di superare le incertezze, rilevanti ai fini del quorum costitutivo, relative alla computabilità delle azioni nei casi in cui, in dipendenza del sistema di telecomunicazione in concreto adottato per la partecipazione all'assemblea, il socio collegato debba ritenersi propriamente intervenuto alla riunione o debba invece qualificarsi alla stregua di un semplice assistente alla medesima.¹¹²

7. *Note conclusive.* – Si potrà osservare che la digitalizzazione della riunione è destinata a privare l'assemblea del suo tradizionale carattere di “evento”: ma la conservazione di questo carattere non è, né questo carattere è mai stato, tra gli elementi costitutivi della collegialità assembleare.

Si potrà, forse più fondatamente, lamentare che la partecipazione a distanza priva in particolar modo gli azionisti minimi dell'unica, per loro, occasione di confronto diretto con gli organi di amministrazione e controllo dell'emittente e con i co-azionisti e della forma ritenuta più efficace e “autentica” di espressione del loro punto di vista¹¹³. Ma, senza contare che l'effettività di questo rilievo dipende per un verso dalla circostanza che la partecipazione da remoto sia al socio imposta o solo offerta (potendosi sempre optare per il formato dell'assemblea ibrida), e dall'altro dalla (maggiore o minore) misura entro la quale il mezzo elettronico prescelto è in grado di approssimare la partecipazione in presenza, occorre rimarcare che il metodo collegiale tende alla soddisfazione del diritto di prendere parte al dibattito assembleare, sicché nella misura in cui il collegamento da remoto non precluda al socio la possibilità (almeno astratta) di partecipare a una forma di

¹¹⁰ C. Sandei, *Attivismo*, 110 s., ove sono sottolineati i vantaggi del *forum* come strumento, per il management, di conoscenza delle aspirazioni degli azionisti e, per i soci, come luogo di confronto e aggregazione; F. Innocenti, *Informazione e dibattito*, 380. Sul forum come strumento di contatto e interazioni tra gli azionisti e la società – anche gestito dall'emittente (e non solo tra azionisti tra di loro) cfr. M. Gargantini, *I forum*, 352 s., 357 ss.

¹¹¹ G.P. La Sala, *Le forme di partecipazione*, 337 ss.

¹¹² Cfr. M. Cian, *L'intervento e il voto elettronici*, 1070 ss. (secondo cui al contrario la mera trasmissione dell'assemblea in tempo reale non integra il presupposto dell'intervento nemmeno quando essa si accompagni alla possibilità di esprimere telematicamente il voto durante l'assemblea).

¹¹³ Questi e analoghi rilievi in senso contrario alla virtualizzazione della riunione sono riassunti da S. Rossi, *Diritti di partecipazione*, 894 s., all quale si rinvia.

dibattito – anche secondo le modalità che sono state dianzi prefigurate – il metodo collegiale deve ritenersi rispettato.¹¹⁴

Resta inteso che condizioni di esercizio delle prerogative assembleari degli azionisti funzionalmente equivalenti a quelle caratteristiche dell'assemblea in presenza sono meglio garantite dalla scelta di sistemi di comunicazione sincrona e a due vie e di voto elettronico contestuale in tutti i casi in cui la partecipazione all'assemblea è svincolata dalla necessaria presenza del socio in un determinato luogo.¹¹⁵ Un'eventuale scelta normativa che, abbandonando l'attuale approccio di neutralità tecnologica, imponesse agli emittenti aperti all'intervento e al voto a distanza l'adozione di sistemi di comunicazione in tempo reale a due vie continua tuttavia ad apparire inopportuna in considerazione delle limitazioni di natura tecnica che tutt'ora sembrano caratterizzare questi sistemi. Per questa ragione è preferibile continuare a rimettere allo statuto la scelta del sistema tra i «mezzi elettronici» di partecipazione già previsti dall'art. 143-*bis*, comma 1, reg. 11971 (cui rinvia l'art. 127 Tuf): anche, se del caso, a favore di un sistema non interattivo ma idoneo a permettere al socio di seguire da remoto lo svolgimento della riunione.

È peraltro prevedibile che le limitazioni di natura tecnologica che rendono oggi difficile un'interazione a due vie e in tempo reale nelle assemblee con elevato numero almeno potenziale di partecipanti siano destinate a essere progressivamente superate, sì che i profili inerenti la scelta del mezzo di telecomunicazione che oggi potrebbero apparire problematici sul versante dell'adeguatezza dell'interazione socio-società resa possibile (profili rilevanti per la verità soprattutto nell'ipotesi di assemblea esclusivamente virtuale) appaiono destinati ad attenuarsi gradualmente. È inoltre verosimile che per l'emittente i costi di impianto e di esercizio relativi alla infrastruttura tecnologica siano destinati a ridursi nel tempo se, come sembra, è ragionevole prevedere che nel prossimo futuro la partecipazione mediante mezzi di telecomunicazione si diffonderà maggiormente a livello internazionale, con incremento della concorrenza nell'offerta dei servizi corrispondenti: e ciò anche in forza di una verosimile crescente pressione degli investitori internazionali verso la digitalizzazione dell'assemblea e per l'allineamento dei formati della riunione.

È appena il caso di precisare, in chiusura di tutto quanto detto, che l'implementazione della facoltà dell'emittente di anticipare alla fase anteriore alla riunione l'esercizio dei richiamati diritti degli azionisti non dipende affatto dalla circostanza che la riunione sia svolta in modalità ibrida o che essa preveda la partecipazione dei soci esclusivamente in forma virtuale. La scelta del formato assembleare, tra quelli che contemplano la partecipazione mediante mezzi di telecomunicazione, dipenderà da valutazioni di opportunità dell'emittente, potendosi immaginare che un'opzione in favore dell'assemblea ibrida si possa preferire qualora, anche in funzione della composizione dell'azionariato, si intenda assecondare un'esigenza di maggiore immediatezza o spontaneità dell'interazione tra azionisti e organi sociali.

Un'ultima notazione è necessaria in relazione all'ipotesi di una scelta statutaria a favore della partecipazione degli azionisti *solo* in via telematica: scelta per la quale do-

¹¹⁴ Né si può dimenticare che all'organo amministrativo e a quello di controllo compete il dovere di assicurare il regolare svolgimento del procedimento e della riunione, sì che la voce degli azionisti minimi non potrebbe essere accantonata in caso di partecipazione a distanza più di quanto essa possa esserlo in presenza: cfr. in senso analogo C. Sandei, *Attivismo*, 210.

¹¹⁵ Nello stesso senso M. Cian, *Intervento*, 102.

vrebbe senz'altro escludersi la possibilità per i soci che non hanno concorso alla deliberazione di esercitare il diritto di recesso in forza della disposizione dell'art. 2437, comma 1, lett. g), la quale rinvia a modifiche dei diritti di voto o di partecipazione.

Una via alternativa per accedere alla possibilità di tenere assemblee alle quali i soci legittimati possano intervenire *solo* online, che pure sembra possibile prefigurare, potrebbe passare (anziché per lo statuto) per un'autorizzazione assembleare all'organo amministrativo, sulla falsariga della disciplina dell'autorizzazione all'acquisto di azioni proprie: secondo una modalità, quindi, temporanea – con termini di durata massima almeno, ma non necessariamente, coincidenti con quelli dell'autorizzazione *ex art. 2357*, comma 2, c.c. – ancorché rinnovabile, e soggetta alla fissazione *ex ante* delle condizioni alle quali l'organo amministrativo si intenderebbe abilitato alla convocazione di riunioni che prevedano la partecipazione solo in forma digitale, e così delle relative più puntuali modalità.