

XIV CONVEGNO ANNUALE
DELL'ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

**"IMPRESE, MERCATI E SOSTENIBILITÀ: NUOVE SFIDE PER IL DIRITTO
COMMERCIALE"**

Roma, 26-27 maggio 2023

LUCA ORCIANI

DOTTORANDO DI RICERCA IN SCIENZE GIURIDICHE NELL'UNIVERSITÀ DI BOLOGNA

Il ruolo dell'assemblea degli azionisti nello sviluppo delle politiche di sostenibilità: *say on pay, say on climate*

SOMMARIO: 1. Il generale contesto di riferimento e il piano dell'indagine. – 2. Le concause della diffusione del dibattito circa il ruolo assembleare in materia di sostenibilità. – 2.1. Il successo sostenibile come concetto di complessa declinazione giuridica e i riflessi sull'incertezza dell'agire gestorio. – 2.2. L'insufficienza dell'*engagement* degli azionisti rilevanti e dell'informazione non finanziaria. – 3. L'evoluzione del ruolo dell'assemblea e dei poteri degli azionisti nel diritto positivo e nella prassi: il modello del *say on pay*. – 4. Il problema del *say on climate* in rapporto alla riserva esclusiva di competenza sulla gestione e al principio di tipicità delle materie assembleari. – 5. Le delibere assembleari consultive sulla strategia climatica tra modello legale e autonomia statutaria. – 6. Configurabilità di un diritto di voto consultivo degli azionisti in materia di *climate change*? – 7. I profili di potenziale rischio del fenomeno. – 8. Note finali: la concezione multifattoriale e sinergica della *governance* contro il pendolarismo verso lo *shareholderism*.

1. *Il generale contesto di riferimento e il piano dell'indagine.*

A fronte dell'emersione di gravi criticità economiche, sociali e ambientali, acuite dalla pandemia da Covid-19 e dal conflitto russo-ucraino, si sta assistendo negli ultimi anni a una diffusione sempre più ampia a livello culturale e politico del tema dello sviluppo sostenibile delle imprese⁽¹⁾. In tal senso, l'accordo di Parigi e l'agenda 2030 delle Nazioni Unite evidenziano l'indifferibile necessità di intervenire per affrontare le sfide sottese al cambiamento climatico e al degrado ambientale. Inoltre, a livello europeo, l'Unione si è impegnata mediante il *Green*

⁽¹⁾ Il quale, come è noto, può essere declinato essenzialmente in tre complementari accezioni di tipo economico, sociale e ambientale. Si v. CAPELLI, *La sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate: la rilevanza degli interessi degli stakeholder dopo la SHRD II*, in *Orizz. dir. comm.*, 2020, 553 ss.

Deal a divenire il primo continente a impatto climatico zero entro il 2050, nonché a realizzare una notevole riduzione delle emissioni di gas a effetto serra.

Se, da un lato, il perseguimento concreto di questi obiettivi passa attraverso l'incentivazione di una *corporate finance* che prediliga flussi di investimento verso attività economiche sostenibili ⁽²⁾, dall'altro, risulta però evidente che tale tema, in tutte le sue multiformi declinazioni, finisca inevitabilmente per intersecarsi con la *corporate governance* e generare così problemi di non breve momento dovuti a possibili collisioni con lo scopo delle società ⁽³⁾. Inoltre, in quest'ultimo ambito è ineludibile considerare le modalità tecnico-giuridiche con cui le imprese riescono a elaborare e attuare politiche di sostenibilità che siano misurabili e quindi suscettibili di diventare oggetto di *reporting* attraverso l'informazione non finanziaria.

Il diritto positivo in materia societaria è già stato interessato da questo fenomeno, recependo progressivamente tali istanze, basti pensare alla direttiva 2017/828/UE ⁽⁴⁾ dedicata all'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti, ma anche alla direttiva 2014/95/UE sull'informazione non finanziaria ⁽⁵⁾, nonché alla proposta di direttiva della Commissione relativa alla *Corporate Sustainability Due Diligence* del 23 febbraio 2022. Anche a livello di *soft law* si sono registrati interventi significativi, posto che il Codice di *Corporate Governance* del 2020 ha introdotto il concetto di «successo sostenibile» e i principi di *corporate governance* dell'OECD (*Organization for Economic Cooperation and Development*) sono oggetto di un processo di revisione.

In questo contesto, appare evidente che le grandi imprese complesse, nazionali e multinazionali, unitarie e di gruppo, rappresentino i principali attori nella definizione di nuovi *green business model*.

È indubbio che si tratti di materie facenti capo alla strategia societaria, le quali a rigore dovrebbero rientrare nella riserva di esclusiva competenza gestoria. Ciononostante, si crede che l'organo amministrativo non possa giocare un ruolo di assoluta esclusività nell'effettiva ed efficiente implementazione degli obiettivi ESG, di talché, recuperando la configurazione del governo societario quale articolato sistema di pesi e contrappesi tra i diversi organi, appare tanto interessante quanto necessario mutare prospettiva e così esaminare in questo scritto quale possa essere il ruolo dell'assemblea degli azionisti nell'elaborazione

(2) Si fa riferimento alla disciplina che impone di orientare gli investimenti verso le imprese qualificabili come sostenibili in relazione alla tassonomia di cui al regolamento 2020/852/UE.

(3) Per un affresco sulle principali problematiche sottese al rapporto tra profitto e sostenibilità, si v. OLIVIERI, VELLA, MOSCO, *Editoriale. Il lucro sostenibile. Obiettivi e ruolo delle imprese tra comunicazione e realtà*, in *Analisi giur. econ.*, fascicolo 1, 2022, 3 ss.

(4) Recepita nel nostro ordinamento con d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49.

(5) Recepita nel nostro ordinamento con d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254.

e nello sviluppo delle politiche di sostenibilità, segnatamente di quelle ambientali.

L'attualità di tali questioni emerge con chiarezza soprattutto ove si esamini quanto è accaduto nell'ultima stagione assembleare in cui si è registrato un notevole attivismo degli azionisti sui temi ambientali con riferimento alle compagini societarie di altri Paesi (in particolare europei, ma anche negli Stati Uniti), tanto che in alcuni casi è stata sollecitata la previsione di un voto non vincolante sulle politiche climatiche. Anche le prime reazioni degli investitori istituzionali più rilevanti e dei *proxy advisor* sono state favorevoli, attestandosi sulla necessità di valutare ogni singolo caso, senza tuttavia esprimere un generale *favor* sul *say on climate* ⁽⁶⁾.

Sebbene tali esperienze abbiano al momento coinvolto direttamente soltanto una società italiana ⁽⁷⁾, la loro analisi costituisce utile opportunità per anticipare alcune riflessioni relativamente al nostro ordinamento, anche considerato che vi sono altre compagine azionarie che hanno già stabilito di adottare il voto sulla strategia climatica nel 2023 ⁽⁸⁾ e che allo stato non constano contributi italiani su tale istituto ⁽⁹⁾. Del resto, non si tratta di un'analisi da condurre interamente al di fuori di qualsivoglia cornice normativa, atteso che su alcuni di questi aspetti si è già da tempo assistito alla previsione di una *voice* dell'assemblea degli azionisti. Infatti, nel 2010 il *say on pay* ha trovato un approdo normativo mediante l'introduzione dell'art. 123-ter t.u.f., dopodiché con la sua novellazione intervenuta nel 2019 la politica di remunerazione dei gestori è stata espressamente

⁽⁶⁾ Tutto ciò in linea con quanto emerge dall'indagine quali-quantitativa condotta da ASSONIME, *Il ruolo dell'assemblea: say on pay, say on climate*, *Interventi*, n. 6, 2022, 1 ss.

⁽⁷⁾ Si tratta di Mundys s.p.a. (già Atlantia s.p.a.), che ha predisposto un *Climate Action Plan* sottoposto al voto consultivo degli azionisti, registrando oltre il 98% di voti favorevoli. Il piano è reperibile su www.mundys.com ed è stato redatto in ossequio alle linee guida della TCFD (*Task Force on Climate-Related Financial Disclosures*) e avrebbe la funzione di spiegare il modo in cui il tema del cambiamento climatico venga a inquadrarsi nel più vasto contesto della *governance*, della mappatura e gestione dei rischi derivanti dall'innalzamento delle temperature, nonché dell'individuazione di opportunità derivanti dalla transizione a un'economia *low-carbon*. Gli obiettivi individuati possono essere così enucleati: (i) riduzione a zero delle emissioni nette dirette (*scope 1 & 2*) entro il 2040, ossia dieci anni prima rispetto a quanto stabilito dall'accordo di Parigi; (ii) transizione verso il consumo di energia elettrica derivante al 100% da fonti rinnovabili entro il 2040; (iii) riduzione del 22% dell'intensità delle emissioni indirette (*scope 3*) derivanti dall'accesso agli aeroporti e dall'acquisto di materiali per la manutenzione stradale entro il 2030, corrispondenti a oltre l'80% delle emissioni indirette rilevanti. Si v. anche la segnalazione di MARCHETTI, *Il primo caso italiano di "say on climate"*, in *Riv. soc.*, 2022, 648 s.

⁽⁸⁾ Ad esempio, è il caso di Eni s.p.a., che ha deciso di introdurre in assemblea il voto consultivo sulla strategia climatica, come si legge in DOMINELLI, *Eni, nessuna frenata nella transizione verde - E i soci diranno la loro (intervista alla presidente di Eni, Lucia Calvosa)*, in *Il Sole 24 Ore*, *Finanza e mercati*, 13 luglio 2022.

⁽⁹⁾ Si segnala soltanto CALVOSA, *Say-on-climate e competenze assembleari nella società per azioni quotata*, in *Riv. soc.*, 2023, saggio al momento in corso di pubblicazione, come risulta dal sommario del primo numero di questa annata già diffuso in anteprima dall'Editore.

preordinata al raggiungimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società.

A seguito di un tentativo di inquadramento del fenomeno in termini causali (paragrafo 2), il lavoro viene strutturato in una prima area in cui si cercherà di tracciare l'evoluzione del ruolo assembleare nel diritto positivo e nella prassi, indagando i rapporti tra l'istituto del voto consultivo e l'*engagement* degli investitori istituzionali, nonché individuando una dorsale comune tra *say on pay* e *say on climate*; qualche considerazione critica si attesterà sulla conformazione del voto in materia di compensi degli amministratori e potrà costituire spunto per future regolamentazioni del voto in materia climatica, visto che il legislatore non se ne è ancora occupato (paragrafo 3).

Nella seconda area del lavoro, muovendo dall'appena ricordata assenza di una base normativa del *say on climate*, viene svolta un'analisi ricostruttiva di teoria generale del diritto societario finalizzata, anzitutto, a verificare la compatibilità del voto consultivo rispetto a principi di vertice, quali la riserva esclusiva di competenza gestoria e la stretta tipicità delle materie assembleari (paragrafo 4) e, quindi, ad appurare se, ed eventualmente entro quali limiti, sia consentito introdurre voti consultivi oppure vincolanti su queste politiche, tanto in relazione al modello legale quanto a quello statutario (paragrafo 5). Sarà altresì utile appurare se siano ammissibili proposte sull'approvazione di un piano climatico che originino direttamente dai soci, soprattutto con riferimento ai limiti posti nel nostro ordinamento dalla disciplina della convocazione assembleare da parte della minoranza e dell'integrazione dell'ordine del giorno (paragrafo 6).

Anche una volta dimostrata l'ammissibilità di questi voti assembleari, ci si dovrà interrogare su quali siano le modalità di risoluzione dei numerosi rischi anche sostanziali che generano, in particolare dal punto di vista dell'aumento del contenzioso per impugnazioni di delibere consultive, dei riflessi sulla responsabilità degli amministratori e sulla gestione di voti contrari. Alcuni accenni si rivolgeranno al profilo della conoscibilità e misurabilità dei dati sui quali dovrebbe attestarsi il voto assembleare, fondamentale a fronteggiare le asimmetrie informative fra azionisti e *management*, anche dovute all'eccesso di tecnicismi che la materia intrinsecamente involge, affinché sia possibile votare *ex informata conscientia* (paragrafo 7).

In conclusione, l'obiettivo del lavoro sarà quello di individuare quale possa essere la modalità di regolazione più auspicabile del ruolo dell'assemblea in questi settori, valutando con attenzione anche l'ipotesi dell'autoregolamentazione, e soprattutto comprendendo se siffatto voto degli azionisti in questi settori (con tutte le connesse criticità) sia davvero necessario e auspicabile oppure risulti sufficiente interconnettere le retribuzioni agli obiettivi di lotta al cambiamento climatico e per il resto una migliore soluzione possa invero ricercarsi nelle forme

di *engagement* extrasassembleare, evitando di passare per il diretto *say on climate*, che rischia forse di complicare inutilmente il sistema.

2. Le concause della diffusione del dibattito circa il ruolo assembleare in materia di sostenibilità.

La trattazione del tema in oggetto non pare possa prescindere da alcuni profili di *background*, che consentono di collocare il fenomeno nel sistema di riferimento e per questo avranno rilevanza al fine di orientare le proposte di soluzione alle varie questioni, anche applicative, che si pongono. È dunque necessario individuare le ragioni della centralità del dibattito sul ruolo assembleare nello sviluppo delle politiche di sostenibilità, dapprima nella dimensione europea e internazionale, poi anche a livello nazionale, il che equivale invero a spiegare le concause che ne hanno determinato l'origine e la diffusione. In altri termini, si tratta di comprendere perché il problema si pone, esaminando analiticamente quali sono gli elementi che rendono di difficile implementazione i fattori ESG da parte dell'organo amministrativo.

Nonostante il raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità dell'attività di impresa passi primariamente attraverso la nevralgica funzione ponderatoria dei differenti interessi svolta dal consiglio di amministrazione⁽¹⁰⁾, si deve considerare che l'assemblea e gli azionisti possono altresì avere un impatto significativo a questo fine soprattutto attraverso l'*engagement* dentro e fuori dall'assemblea. Inoltre, è indispensabile la funzione assolta dall'informazione non finanziaria, per mezzo della quale dovrebbe essere possibile illustrare agli azionisti e misurare il modo in cui la sostenibilità risulta anche per loro conveniente in una prospettiva di *long term investment success*, poiché, diversamente, nel breve termine è verosimile che si registri una compressione del lucro o comunque la sopportazione di perdite. Più d'uno sono pertanto gli elementi che si inseriscono in questo complesso "disegno".

2.1. Il successo sostenibile come concetto di complessa declinazione giuridica e i riflessi sull'incertezza dell'agire gestorio.

Il primo elemento che rende complesso per gli amministratori perseguire lo sviluppo sostenibile è rappresentato dall'estrema difficoltà, se non

⁽¹⁰⁾ Si v. ID., *La governance delle società quotate italiane nella transizione verso la sostenibilità e la digitalizzazione*, in *Riv. soc.*, 2022, 312 s., funzione che diventerà anche «compositoria», ove l'impostazione assunta dalla proposta di direttiva in materia di *Corporate Sustainability Due Diligence* trovi concretizzazione e quindi vengano configurati doveri fiduciari degli amministratori aventi ad oggetto il perseguimento della sostenibilità, che perderebbe così il predicato della facoltatività.

impossibilità, per il giurista di individuare e circoscrivere con esattezza il concetto ⁽¹¹⁾, traducendone la portata effettiva e i limiti entro i quali questo possa trovare spazio nell'ordinamento della società azionaria, con inevitabili riflessi di incertezza in ordine alla ricostruzione dei doveri connessi all'ufficio amministrativo.

A ben vedere, il problema non può dirsi affatto nuovo, visto che molteplici sono le "assonanze" con la nozione, ormai desueta, di *Corporate Social Responsibility* (CSR), che alcuni anni or sono si era imposta tra i temi centrali del dibattito scientifico in area anche giuscommercialistica ⁽¹²⁾. Nel detto concetto si facevano rientrare i contenuti più ampi e diversificati, quali «l'integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali ed ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei rapporti con le parti interessate» ⁽¹³⁾. Sembra tuttavia potersi rintracciare una significativa differenza della CSR rispetto al successo sostenibile, considerato che quest'ultimo assume non soltanto una portata *esterna*, come accadeva per la prima, ma anche una valenza *interna*, nel senso che richiede l'adozione di assetti adeguati *ex art.* 2086 c.c. per consentire alla stessa società di preservare la continuità aziendale, ampliandosi e così prospettandosi nel lungo periodo ⁽¹⁴⁾.

Si precisa che questo passaggio dell'analisi non intende cercare di fornire una risposta più o meno articolata su come il successo sostenibile possa essere perseguito e realizzato dagli amministratori, ciò che richiederebbe spazi ben più ampi, bensì è strettamente funzionale a inquadrare i problemi e la loro impostazione nella già richiamata ottica, ossia dimostrare l'incertezza che aleggia sulla condotta degli amministratori, sì da trarre osservazioni nell'area di nostro interesse.

⁽¹¹⁾ Di tale avviso sono anche OLIVIERI, VELLA, MOSCO, (nt. 3), 3 ss.: «[l]a pluralità di significati che questa locuzione assume nella prassi, la vastità ed eterogeneità delle tematiche in essa sussumibili e la difficoltà di attribuirle un significato univoco creano inevitabilmente sconcerto e diffidenza in chi è abituato a ragionare in termini di (rapporti tra) fattispecie e disciplina».

⁽¹²⁾ In termini non certo dissimili da quanto appena sopra evidenziato nel testo con riferimento alla sostenibilità, si legga CALANDRA BUONAURA, *Responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori*, in *Giur. comm.*, 2011, 526, il quale rilevava come la responsabilità sociale d'impresa generasse «un notevole sconcerto nel giurista» che intendesse trarne elementi per definire i doveri degli amministratori, stante appunto la difficoltà di riempire di contenuti concreti e giuridici la detta nozione.

⁽¹³⁾ Volendo citare la *Comunicazione della Commissione UE, Il partenariato per la crescita e l'occupazione: fare dell'Europa un polo di eccellenza in materia di responsabilità sociale delle imprese*, COM (2006) 136 def. che faceva eco ai contenuti del Libro Verde dal titolo *Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese*, COM (2001) 366 def.

⁽¹⁴⁾ Per quanto riguarda esclusivamente il versante della sostenibilità, e quindi senza esplicitare le differenze rispetto alla CSR, si cfr. LENER, LUCANTONI, *Sostenibilità ESG e attività bancaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2023, 7. Secondo taluni la sostenibilità *interna* rientrerebbe nel dovere degli amministratori di munire la società di assetti adeguati: si cfr. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2021, 1350 ss. Il punto dovrebbe essere quello in base al quale i sacrifici di lucro nel breve termine sono ampiamente compensati nel lungo periodo.

Ora, il problema fondamentale è dato dal comprendere come, nel quadro della legislazione vigente ⁽¹⁵⁾, sia possibile conciliare l'etica con il profitto, e cioè sino a che punto gli obiettivi di sostenibilità determinino vincoli giuridici qualificati e per quale parte restino di contro attratti nell'orbita del moralmente ed eticamente rilevante ⁽¹⁶⁾. Ci si domanda cioè se la sostenibilità debba essere intesa esclusivamente nell'interesse della società alla massimizzazione del profitto ⁽¹⁷⁾, seppure in prospettiva *long term*, oppure anche nell'interesse degli *stakeholder*, accettando riduzioni del profitto non soltanto nel breve, ma anche nel lungo periodo, cioè un sorta di "impegno sociale".

La risposta negativa sembra obbligata, a meno di non voler ipotizzare un intervento modificativo del *business purpose* da parte dello stesso legislatore ⁽¹⁸⁾,

⁽¹⁵⁾ Si consideri che vi è una *proposta* di direttiva volta a introdurre doveri fiduciari degli amministratori e quindi a munire di obbligatorietà il perseguimento della sostenibilità, anche se non si sofferma sulla fondamentale questione della legittimità di perseguire il lucro sostenibile, dandola quasi per scontata, purché si riesca a perseguire gli interessi degli *stakeholder* senza sacrificare quelli degli *shareholder*. Sul punto si può leggere TOMBARI, *Riflessioni sullo statuto organizzativo dell'impresa sostenibile tra diritto italiano e diritto europeo*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, 135 ss. Tra i contributi dedicati alla detta proposta di direttiva si v. ENRIQUES, *The European Parliament Draft Directive on Corporate Due Diligence and Accountability: Stakeholder-Oriented Governance on Steroids*, in *Riv. soc.*, 2021, 319 ss.; MARCHETTI, *Il Bicchiere mezzo pieno*, in *Riv. soc.*, 2021, 336 ss.; STELLA RICHTER jr, *Corporate Sustainability Due Diligence: noterelle semiserie su problemi serissimi*, in *Riv. soc.*, 2022, 714 ss.

⁽¹⁶⁾ Si v. VELLA, *Azionisti e stakeholder: la torta può crescere per tutti*, in *lavoce.info*, 7 aprile 2021; nonché VENTORUZZO, *Troppa responsabilità per l'impresa*, *ivi*, 2 febbraio 2021; DEBENEDETTI, *Fare profitti. Etica dell'impresa*, Venezia, Marsilio, 2020, *passim*. Sul punto, a distanza di venti anni, risulta quanto più attuale l'analisi condotta da G. ROSSI, *Il conflitto epidemico*, Milano, Adelphi, 2003, 133-134, ove si evidenzia la necessità di tenere distinti il piano dell'etica da quello degli affari e del "giuridicamente rilevante": «l'etica riguarda la coscienza individuale, e non si vede come il mondo degli affari abbia o possa avere nei comportamenti che lo caratterizzano priorità istituzionali di valore etico, a meno che per etica non si intenda, come abbiamo visto più volte accadere nella storia, il mero conseguimento del profitto», sicché «alla comunità degli affari servono norme e sanzioni giuridiche, non valutazioni morali».

⁽¹⁷⁾ E quindi a livello *interno* secondo la distinzione tracciata sopra nel testo. Del resto, anche il Codice di *Corporate Governance* del 2020 appare confermare quanto scritto, considerando che definisce il «successo sostenibile» come l'«obiettivo che guida l'azione dell'organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine *a beneficio degli azionisti*, tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholder* rilevanti per la società» (corsivo aggiunto). Emerge quindi una sostenibilità anzitutto e indefettibilmente "interna" nell'interesse della società medesima, poi eventualmente anche in favore di terzi, nei cui confronti potranno registrarsi benefici quali conseguenze derivate.

⁽¹⁸⁾ La via legislativa pare essere l'unica possibile, atteso che la soluzione non potrebbe rinvenirsi in un'estensione dell'*oggetto* sociale a tali istanze, attenendo lo stesso all'attività dell'impresa che deve comunque finalizzarsi alla produzione di lucro. Per un'ampia disamina dei rapporti correnti tra scopo sociale e oggetto sociale, oltreché interesse sociale, si v. SPOLIDORO, *Interesse, funzione e finalità. Per lo scioglimento dell'abbraccio tra interesse sociale e Business Purpose*, in *Riv. soc.*, 2022, 322 ss. Resta però ferma, come peraltro alcune società quotate italiane hanno fatto, nelle more di un intervento del legislatore europeo che vada oltre a una proposta, la via di introdurre in statuto il successo sostenibile, prevedendo il *dovere* degli amministratori di seguire nelle proprie decisioni un processo che assicuri il perseguimento della creazione di valore nel lungo periodo, tenendo

non essendo possibile giustificare, rispetto ai paradigmi giuridici di riferimento, un caso in cui la sostenibilità risulti deleteria per la compagine societaria, perché appunto farebbe registrare una perdita/riduzione di profitto in termini assoluti, vale a dire così nel breve come nel lungo periodo, pur a fronte di un beneficio per gli *stakeholder*. Non pare consentito ai gestori operare una scelta tra gli interessi degli azionisti e quelli degli *stakeholder*, tale da sacrificare i primi in omaggio dei secondi ⁽¹⁹⁾, poiché l'attuazione degli obiettivi sostenibili da parte degli amministratori risulta *condizionata* alla circostanza che ciò non generi una contrazione del lucro.

Il diretto corollario di quanto appena rilevato sarebbe il seguente: l'assunzione di scelte funzionali a soddisfare gli interessi degli *stakeholder* rimane consentita esclusivamente nella misura in cui, seppure in un'ottica di lungo periodo ⁽²⁰⁾, sia idonea a generare un vantaggio per i soci ⁽²¹⁾, ragion per la quale è

conto degli interessi degli altri *stakeholder* (più ampi riferimenti si possono trovare in ASSONIME, *Doveri degli amministratori e sostenibilità*, Rapporto del 18 marzo 2021, Note e Studi, n. 6, 2021, 21 s.). Intervento, questo, che trasforma una facoltà in dovere, ma non legittima il perseguimento della sostenibilità, come si suole dire, "ad ogni costo". In via ancora alternativa e ulteriore vi è la possibilità, con tutte le connesse limitazioni, di ipotizzare l'utilizzo delle società *benefit*, sulle quali si v. lo studio di PRATAVIERA, *Società benefit e responsabilità degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2018, 919 ss.

⁽¹⁹⁾ In senso parzialmente differente è stato tuttavia proposto da alcuni studiosi di mutare la visione sull'obiettivo proprio di un'impresa commerciale, passando dalla massimizzazione del profitto per gli azionisti (*Shareholder Value Maximization*) alla massimizzazione del benessere degli stessi (*Shareholder Wellness Maximization*): HART, ZINGALES, *The New Corporate Governance*, in *The University of Chicago Business Law Review*, Vol. 1, 2022, 195 ss. Questo consentirebbe razionalmente di spiegare perché in taluni casi gli azionisti abbiano spinto le società a intraprendere azioni che finiscono per ridurre notevolmente il valore di mercato delle azioni. Se l'impostazione dal punto di vista eminentemente economico potrebbe pure convincere, sembra però che un insormontabile ostacolo derivi dalla necessità che non è solamente una questione di "visione", bensì di scopo sociale, che il Codice civile italiano pone in modo chiaro, tant'è che un mutamento nella visione dovrebbe di necessità passare anche per l'adeguamento a livello di diritto positivo del vincolo rappresentato dal fine lucrativo del tipo azionario.

⁽²⁰⁾ Per quanto concerne lo scenario temporale nel quale siffatta valutazione dovrebbe essere effettuata, non si rinvergono particolari problemi a ritenere che lo scopo lucrativo consenta il differimento dei risultati nella prospettiva di medio-lungo periodo. Infatti, malgrado gli interessi che guidano le scelte degli amministratori siano in ogni caso (indipendentemente dal periodo di riferimento) rappresentati dalla produzione e distribuzione di utili, oltreché dalla valorizzazione patrimoniale della partecipazione, si deve tenere presente che gli impatti di scelte sostenibili possano essere apprezzati, anche in termini strettamente economici, in una prospettiva temporale lunga, in cui sarà possibile superare, e non solo compensare, i risvolti economici negativi che nel breve periodo le politiche di sostenibilità hanno generato. Questo modo di argomentare consente di porre a sistema la *causa societatis* con l'interesse sociale, offrendo una lettura derogatoria della prima, ossia della necessità che in ogni momento vi sia la rigorosa massimizzazione del profitto, giustificata alla stregua del secondo.

⁽²¹⁾ Si cfr., già svariati anni prima della diffusione del dibattito sullo sviluppo sostenibile, COSTI, *Responsabilità sociale dell'impresa e diritto azionario italiano*, in *La responsabilità dell'impresa*, Atti del Convegno per i trent'anni di Giurisprudenza Commerciale, Bologna, 8-9 ottobre 2004, Milano, Giuffrè, 2006, 102 ss.; CALANDRA BUONAURO, *Funzione amministrativa e interesse sociale*, in

solo a livello *indiretto* che può prodursi un vantaggio anche per gli *stakeholder* ⁽²²⁾. Si deve individuare una sorta di *break even point* tra implementazione della sostenibilità e operatività dell'impresa, al fine di tutelare (o comunque non pregiudicare) gli interessi degli azionisti. E anche se e quando la proposta di direttiva sulla *Corporate Sustainability Due Diligence* diventerà definitiva, rimarrà fermo questo limite con l'unica differenza che la sostenibilità del lucro sarà obbligatoria in tutti quei casi in cui non finisca per menomare interessi degli *shareholder* ⁽²³⁾.

È chiaro che se ciò a livello teorico pare predicabile con un certo agio, a livello concreto invece l'introduzione della prospettiva di medio-lungo termine per la creazione di valore, pur sempre primariamente a favore degli azionisti, determina notevoli complessità di misurazione e quindi anche significative perplessità.

Tutto quanto appena delineato rende palese la complessità che gli amministratori incontrano nel perseguire gli obiettivi *ESG*, constatazione che correlativamente consente di spiegare perché vi sia la necessità di dare voce agli azionisti, malgrado non si verta in una materia caratterizzata da un conflitto di interessi nei termini in cui il diritto societario ci ha abituato, il quale postula un interesse degli amministratori che potrebbe potenzialmente porsi in frizione rispetto a quello sociale (basti pensare a quanto accade in materia di retribuzioni *ex art. 123-ter t.u.f.* oppure, ancora più in generale, alle operazioni con parti correlate). In relazione allo sviluppo sostenibile il detto conflitto non involge invece gli interessi degli amministratori (intesi come estrazione di benefici privati da una certa condotta) ⁽²⁴⁾, perché il perseguimento della sostenibilità non crea per loro un vantaggio concreto ed esclusivo.

Si tratta di aspetti assolutamente dirimenti, perché rendono l'attività amministrativa oltremodo incerta e finiscono per disincentivare il perseguimento della sostenibilità, stante il timore di eventuali azioni di responsabilità esperite nel breve periodo, così come della giusta causa di revoca degli amministratori, nelle ipotesi in cui tali obiettivi abbiano quale esito una contrazione dei

L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders, Atti del convegno in ricordo di Jaeger, Milano, 9 ottobre 2009, Milano, Giuffrè, 2010, 101 ss.; nonché ANGELICI, *La società per azioni e gli "altri"*, *ivi*, 56 ss.

⁽²²⁾ Senza però che vi sia un rapporto obbligato di causa ed effetto tra i due elementi, nel senso che la prospettiva di lungo periodo non sempre potrebbe essere favorevole anche agli *stakeholder*. Per riferimenti bibliografici si richiama la nt. precedente.

⁽²³⁾ Può così affermarsi, che lo scopo dell'impresa resta pur sempre lucrativo e che la sostenibilità impatta solamente sul *quomodo* e non sull'*an* del medesimo. Così OLIVIERI, VELLA, MOSCO, (nt. 3), 6.

⁽²⁴⁾ Al netto ovviamente di ipotesi particolari in cui l'amministratore per varie ragioni potrebbe avere convenienza personale al perseguimento della sostenibilità (ad esempio concludendo contratti per la decarbonizzazione con parti correlate).

profitti⁽²⁵⁾. Da considerare anche il “rovescio della medaglia”, ossia il caso in cui gli amministratori si siano impegnati a perseguirli, senza poi effettivamente riuscirci⁽²⁶⁾.

È così che può spiegarsi il coinvolgimento dell’assemblea, che diviene fattore su cui far leva per incentivare l’adozione di queste politiche da parte dell’organo amministrativo, superando la ritrosia di quest’ultimo.

2.2. L’insufficienza dell’engagement degli azionisti rilevanti e dell’informazione non finanziaria.

Sempre al fine di ricercare ulteriori cause che hanno condotto alla diffusione del dibattito sul *say on climate* è necessario considerare che l’*engagement* degli azionisti istituzionali⁽²⁷⁾ non sia in taluni casi sufficiente per raggiungere gli obiettivi di sostenibilità dell’impresa e che anche il legislatore europeo abbia compreso l’impossibilità di realizzare una transizione verso una *corporate governance* sostenibile per il tramite di una politica monofattoriale che faccia cioè esclusivamente perno sul ruolo proattivo di tali attori in ambito ESG.

Tale assunto poggia su evidenze oggettive: in primo luogo, l’elevato numero di società europee che presentano una struttura proprietaria concentrata è un dato che finisce per depotenziare la funzione di *stewardship* degli investitori istituzionali e rendere questi ultimi incapaci di plasmare lo scopo sociale in senso sostenibile⁽²⁸⁾; in secondo luogo, vi sono delle riserve circa l’esistenza di un interesse effettivo di tali azionisti rilevanti a svolgere un attento *monitoring* sul governo delle società partecipate nella prospettiva di *long termism* ed *ESG-oriented*, anche considerato che tutto questo comporta dei costi⁽²⁹⁾.

⁽²⁵⁾ In una prospettiva complementare, e con un certo inevitabile scetticismo, è stato rilevato che i problemi di ordine climatico e di tutela dei diritti sociali e umani richiedono scelte complesse e di sistema, il che motiva la necessità di «cercare di dare una legittimazione “democratica” (ma in realtà, a tutto concedere al più “plutocratica”) ed in questo senso si spiegherebbero “le iniziative (in larga parte di facciata) di consultazione assembleare su differenti aspetti di interesse generale: *say on climate*; *say on this*; *say on that*». Così STELLA RICHTER jr, (nt. 15), 724 s., segn. nt. 22.

⁽²⁶⁾ Si v. Trib. Aia, Sezione Commercio e Imprese, sentenza n. C/09/571932/Ha Za 19-379, 26 maggio 2021, relativa al caso Shell. Un commento si può leggere in NAPOLETANO, SPINELLI, *Il caso Royal Dutch Shell. La Corte olandese impone il taglio del 45% delle emissioni di CO2 al 2030: abuso di diritto o rispetto degli accordi internazionali?*, in *Giurisprudenza Penale Web*, 2021, 7-8 e in BAGNATO, *Caso Shell: cambiamenti climatici contro i diritti umani*, in *lavoce.info*, 24 giugno 2021.

⁽²⁷⁾ Si v. STRAMPELLI, *Are passive index funds active owners? Corporate governance consequences of passive investing*, in *San Diego Law Review*, 2018, 803 ss.; BEBCHUK, HIRST, *Index funds and the future of corporate governance: theory, evidence, and policy*, in *Columbia Law Review*, 2019, 2029 ss.

⁽²⁸⁾ PUCHNIAK, *The false hope of stewardship in the context of controlling shareholders: making sense out of the global transplant of a legal misfit*, in *ECCI Law Working Paper*, No. 589, 2021, 7 ss., disponibile su *www.ssrn.com*.

⁽²⁹⁾ Per una posizione critica sul ruolo degli investitori istituzionali nel risolvere i problemi di *governance* delle grandi imprese azionarie, si v. SACCHI, *La capacità propulsiva della s.p.a. quotata è andata esaurendosi?*, in *Orizz. dir. comm.*, 2021, 582 ss.

Tali problematiche rilevate circa l'*engagement* e la sua effettività hanno determinato un ripensamento e una valorizzazione del ruolo assembleare ⁽³⁰⁾, non tanto nella sua funzione decisoria quanto invece in quella informativa paritaria e di interazione tra amministratori e base sociale, seppure limitatamente a certe tematiche, di cui quelle ambientali e climatiche costituiscono significativa esemplificazione. In questo ambito di ricostruzione causale del fenomeno, occorre considerare che, recuperando un importante spazio a favore dell'assise degli azionisti, la deliberazione consultiva ⁽³¹⁾ consente per converso di ridurre quello dei flussi informativi selettivi e deformalizzati ampiamente diffusi nella prassi, senza che ancora abbiano però trovato un loro statuto chiaro che sappia rispondere alle complesse questioni, soprattutto per quanto riguarda il principio di parità informativa degli azionisti ⁽³²⁾. Elementi, questi ultimi, che rendono il quadro molto incerto e forse in taluni casi finiscono per disincentivare gli azionisti a richiedere tali momenti di interazione.

Né si può trascurare, da ultimo, il carattere particolarmente limitato delle competenze assembleari dal punto di vista oggettivo, quale barriera legale che ostacola il pieno coinvolgimento degli investitori istituzionali nella *governance* societaria, sicché le *precatory resolution*, stante il loro carattere peculiare ⁽³³⁾, consentono di attenuare tale limite e di utilizzare le assemblee in modo più ampio.

Quanto alla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario, essa rappresenta il principale strumento di indiretta promozione della *Corporate Sustainability* a livello europeo, che però la relativa direttiva non ha consentito di perseguire in senso effettivo, considerate le ampie maglie di discrezionalità lasciate alle imprese ⁽³⁴⁾. Questo rappresenta probabilmente un'ulteriore spiegazione della necessità di integrazioni informative, che il voto consultivo potrebbe soddisfare.

⁽³⁰⁾ Sul quale si v. più ampiamente *infra*, § 3.

⁽³¹⁾ Seppure, come si vedrà, con tutte le problematiche sottese, nel momento in cui tali forme di deliberazioni siano *praeter legem*.

⁽³²⁾ Si v. il lavoro monografico di GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, Milano, Giuffrè, 2022, che offre una ricostruzione in chiave problematica e volta a valorizzare il ruolo dell'autonomia statutaria; cui adde STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, 393 ss.; ID., *Knocking at the Boardroom Door: A Transatlantic Overview of Director-Institutional Investor Engagement in Law and Practice*, in *Virginia Law & Business Review*, 2018, 187 ss.; MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, 32 ss.; SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori con gli azionisti dopo il Codice di Corporate Governance*, 2021, in *Riv. dir. comm.*, 2022, 695 ss. e MAUGERI, (nt. 14), 1364 s.

⁽³³⁾ *Infra*, §§ 4-6.

⁽³⁴⁾ In argomento si v. le considerazioni di STRAMPELLI, *L'informazione non finanziaria tra sostenibilità e profitto*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, 145 ss., nonché quelle di M. RESCIGNO, *Note sulle regole dell'impresa sostenibile. Dall'informazione non finanziaria all'informativa di sostenibilità*, *ivi*, 165 ss.

In aderenza a questa constatazione, sembra doversi escludere una sovrapposizione contenutistica tra le relazioni non finanziarie e le informazioni che saranno fornite in vista del *say on climate*, considerato che queste consisteranno in un piano di azione climatica avente una valenza anche prospettica, auspicabilmente più articolato di quelli attuali che si limitano a enucleare mere *ambition*, senza prevedere obiettivi precisi, misurabili e quindi *a posteriori* verificabili. In ogni caso, l'utilità di questo strumento non si esaurisce nell'espressione del voto, ma è proprio il ruolo del connesso dibattito assembleare che potrà in un certo senso supplire a carenze informative e porsi quale complementare rispetto alle relazioni non finanziarie.

Tutto questo è finalizzato, da un lato, alla massima condivisione e misurabilità delle scelte sostenibili e a maggior ragione permette di tacitare gli investitori *short term oriented*, ove si fornisca loro una quantificazione *pro futuro* dei benefici sulla base di un sorta di *what-if analysis*, ipotizzando lo scenario economico-finanziario che si sarebbe registrato nel lungo periodo a causa di problemi climatici, sociali *et similia*, in caso di mancata adozione delle politiche di sostenibilità; dall'altro lato, consente anche di comprendere quale ruolo possa avere il "controlmite" che individua nelle società lucrative il fine egoistico della creazione di ricchezza a esclusivo favore dei soci, dando agli obiettivi ESG una dimensione più concreta che ideale.

3. L'evoluzione del ruolo dell'assemblea e dei poteri degli azionisti nel diritto positivo e nella prassi: il modello del *say on pay*.

Il tema oggetto di queste riflessioni si colloca nell'ambito del più generale fenomeno dell'evoluzione che interessa il ruolo dell'assemblea dei soci e i relativi poteri ⁽³⁵⁾, considerato che, per quanto concerne il diritto positivo, si assiste a una sorta di temperamento dell'impostazione del tipo azionario in senso manageriale voluta dalla riforma del 2003 ⁽³⁶⁾. È proprio la diffusione delle tematiche del

⁽³⁵⁾ Per una recente ricostruzione della disciplina assembleare si v. S.P. ROSSI, *Il governo societario. L'assemblea*, in *Diritto delle società quotate e dei mercati finanziari*, a cura di Ventoruzzo, Torino, Giappichelli, 2023, 275 ss.

⁽³⁶⁾ Tale riforma ha codificato il principio di esclusività del potere gestorio in capo agli amministratori, il quale è divenuto uno degli elementi caratterizzanti della società per azioni ed ha naturalmente determinato un significativo ridimensionamento del ruolo dell'assemblea (per quanto attiene alla gestione), che si pone in senso opposto rispetto all'orientamento assunto con riferimento alla società quotata dal t.u.f., che in ossequio alle due direttive sui diritti degli azionisti, ha invece inteso incoraggiare l'intervento degli investitori istituzionali, in tal modo anche implementando la centralità assembleare, seppure non con riferimento a temi gestori, che si assumono essere estranei alla competenza dell'assemblea degli azionisti e per i quali mancherebbe la necessaria strumentalità rispetto all'esercizio informato del diritto di voto. Nell'ampia letteratura in argomento si v. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, in *Trattato di diritto commerciale*, fondato da Buonocore e diretto da Costi, Sez. IV, Tomo 4.VI,

successo sostenibile ad avere determinato l'attribuzione all'assemblea di poteri su profili differenti rispetto al perimetro di competenza strettamente tipizzato dalla legge. In questo contesto si colloca e si spiega il voto *vincolante* ⁽³⁷⁾ introdotto nel 2019 quanto alle remunerazioni e segnatamente alla politica di cui all'art. 123-ter, commi 3-bis e 3-ter, t.u.f., che si inquadra tecnicamente quale delibera di approvazione ⁽³⁸⁾.

Da altro complementare e più generale angolo prospettico, se si considera che questi voti (a prescindere dal loro carattere vincolante o meno) rafforzano il ruolo anche informativo dell'assemblea, può cogliersi un *trend* che pare porsi in controtendenza rispetto al dato di fatto per cui l'assise degli azionisti abbia perso la sua vocazione a essere momento dinamico di trasparente e paritaria interazione, divenendo in sostanza il luogo in cui esprimere esclusivamente il voto e manifestare il dissenso soltanto ove non vi sia stato preventivo accordo ⁽³⁹⁾, mentre gli azionisti ⁽⁴⁰⁾ si attivano mediante un *engagement* extrassembleare, e dunque in modo asimmetrico, in caso di perplessità oppure di richieste da presentare (in particolare per materie, quali quelle gestorie, che esulano dai confini della competenza assembleare "decisoria" ex art. 2364 c.c.).

Occorre però prendere in considerazione una possibile obiezione rispetto a tale ricostruzione ⁽⁴¹⁾ che in sostanza individua nel voto consultivo un

Torino, Giappichelli, 2019, 54; GUIZZI, *Riflessioni intorno all'art. 2380-bis c.c.*, in *Società, banche e crisi di impresa*. Liber amicorum Pietro Abbadessa, diretto da M. Campobasso, Cariello, Di Cataldo, Guerrera, Sciarrone Alibrandi, vol. II, Torino, Utet, 2014, 1044 ss.; MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. soc.*, 2013, 45 ss.; BRUNO, *Il ruolo dell'assemblea di s.p.a. nella corporate governance*, Padova, Cedam, 2012; CERRATO, *Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il «sovrano» ha veramente abdicato?*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, 134 ss.; ABRIANI, *Commento all'art. 2380-bis*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, Bologna, Zanichelli, 2004, 672; BUONOCORE, *Le nuove forme di amministrazione nelle società di capitali non quotate*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 398.

⁽³⁷⁾ Considerazione che non può invece essere estesa al voto consultivo, perché non integra esercizio del potere gestorio, in linea con quanto si dimostrerà *infra*, § 4.

⁽³⁸⁾ E non quale autorizzazione, atteso che l'approvazione chiude il percorso di un certo atto, così come accade ad esempio per i conti annuali.

⁽³⁹⁾ Di questo avviso è anche ENRIQUES, *Il ruolo dei consigli di amministrazione delle società quotate italiane nell'era della disruptive innovation*, in *Banca impr. soc.*, 2017, che in riferimento al Codice di *Corporate Governance* nella versione allora vigente scrive quanto segue: «Nulla si dice, invece, della relazione tra consigli e azionisti al di fuori delle assemblee. Ciò è alquanto bizzarro, perché chiunque partecipi a un'assemblea degli azionisti di una società quotata italiana può constatare che fisicamente presenti sono un certo numero di azionisti persone fisiche (per cui il possesso delle azioni è più che altro un biglietto di ammissione al *buffet*), molti avvocati, qualche consulente e, ultimo ma non ultimo, il professionista che in quasi tutte le società rappresenta in assemblea praticamente tutti gli investitori istituzionali. Si tratta di un professionista qualificato e di persona piacevole e tutto il resto, ma davvero si può pensare che sia lui la persona con cui i consigli d'amministrazione debbano tenere un dialogo?».

⁽⁴⁰⁾ Soprattutto gli investitori istituzionali e in parte anche gli investitori *retail*, visto che per il socio di controllo è da sempre così, nonostante il tema non fosse in passato dibattuto.

⁽⁴¹⁾ Maggiormente valevole per il *say on climate*, che non è ancora stato disciplinato.

succedaneo dell'*engagement*: se si è parlato prima e fuori dell'assemblea, il voto consultivo servirebbe davvero a poco o nulla, ci si chiede allora perché mai per la materia delle retribuzioni, così come per quella climatica ⁽⁴²⁾ non dovrebbe ugualmente valere il discorso che gli azionisti preferiscano (oppure debbano) scegliere la flessibilità, anche in termini di tempi, della via extrassembleare.

Il problema è di vertice e si attesta sulla ricostruzione del rapporto tra voto consultivo ed *engagement* selettivo, ossia segnatamente nell'appurare se il primo, atteggiandosi come un parere e generando un'informativa ulteriore rispetto a quella basica e codificata, sia sovrapponibile e sostituibile rispetto al secondo. Se si considera che, entro i limiti di cui si dirà ⁽⁴³⁾, anche il voto consultivo in certi casi può essere sollecitato dagli azionisti (naturalmente al di fuori delle ipotesi tipizzate dalla legge in cui questo ragionamento non occorre fare), vi è un primo elemento a favore di una soluzione forse affermativa. Inoltre, deve considerarsi che in molti casi la scelta della via deformatizzata non è voluta ma *si impone* (senza margine di scelta) agli investitori in ragione dell'oggetto dei temi di cui intendono discutere, che, ad esempio ove sia gestionale, difficilmente si colloca nel necessario rapporto di strumentalità rispetto all'esercizio del diritto di voto strettamente inteso e quindi non è consentita, o comunque differenti sono i tempi in cui si vogliono ottenere le informazioni.

Vi è però anche un ulteriore aspetto da considerare. La risposta alla questione dei rapporti tra le due forme di attivismo pare potersi rinvenire in tutto quanto è stato in precedenza rilevato circa l'articolazione causale del fenomeno consultivo, ossia l'impossibilità di affidarsi al solo *engagement* degli investitori istituzionali per un'effettiva transizione verso una *corporate governance* sostenibile ⁽⁴⁴⁾, con la necessità di sollecitare l'impegno degli investitori in forme giuridicamente meno complesse e soprattutto più sicure di quelle asimmetriche ⁽⁴⁵⁾. In questa stessa direzione è da considerare che il voto vincolante e quello consultivo sulle remunerazioni sono doverosi ⁽⁴⁶⁾ e quindi risultano certi quanto al loro

⁽⁴²⁾ Anche se per quest'ultima diversamente il voto consultivo non è al momento previsto dalla legge.

⁽⁴³⁾ *Infra*, § 6.

⁽⁴⁴⁾ *Supra*, § 2.2.

⁽⁴⁵⁾ Infatti, sull'*engagement* che si svolge fuori dal *locus* assembleare vi sono ancora molti dubbi quanto alla doverosità o coercibilità dello stesso, che rischiano di renderne più complessa l'implementazione.

⁽⁴⁶⁾ La motivazione risiede in questo: l'*engagement* sul clima non è al momento obbligatorio, mentre ove si introducesse a livello statutario una clausola sul voto consultivo, questo potrebbe diventare obbligatorio relativamente al suo *svolgimento*. Sul possibile carattere doveroso del voto consultivo al di fuori delle ipotesi previste dalla legge si rimanda alle riflessioni che si svolgeranno *infra*, §§ 5-6.

svolgimento, mentre i dialoghi selettivi non lo sono (se non altro *ex parte societatis*)⁽⁴⁷⁾ e non vi è sicurezza che all'atto pratico si realizzino.

Come è evidente, da una prospettiva degli effetti, le forme di voto consultivo o vincolante determinano un mutamento del rapporto tra soci e amministratori in relazione a talune scelte, spostando anche formalmente il momento di valutazione delle stesse da parte di tutti gli azionisti *ex ante* rispetto alle decisioni, il che potrebbe pure influenzarne il contenuto e quindi diviene importante dimostrare *a priori* ai soci il valore e il significato di queste scelte che si intendono compiere.

Un profilo di ordine strettamente tecnico-giuridico attiene al problema di disciplinare questo fenomeno, sia per quanto riguarda l'informazione da fornire ai soci per esprimersi in modo edotto⁽⁴⁸⁾, sia per quanto riguarda il tema di come governare le conseguenze del voto espresso dai soci. Se un'approvazione da parte dell'assemblea non crea particolari questioni, di maggiore complessità risulta disciplinare una "bocciatura" delle scelte su questi temi⁽⁴⁹⁾.

Svolte tutte queste considerazioni di sistema che rappresenteranno lo sfondo anche della seconda parte del lavoro, la scelta è quella di evitare di approfondire nel dettaglio la disciplina del *say on pay*, alla quale sono stati già dedicati ampi e articolati contributi⁽⁵⁰⁾, in quanto esulerebbe dagli scopi di questo lavoro. È invece utile chiarire il modo in cui le retribuzioni abbiano un impatto sulla sostenibilità della società, che può essere di tipo diretto, nell'ovvio senso che i compensi degli amministratori costituiscono dei costi di esercizio e in quanto tali incidono sulla *performance* economico-finanziaria, oppure di tipo indiretto, in quanto alle retribuzioni si possono interconnettere obiettivi di sostenibilità, soprattutto per quanto concerne la parte variabile.

In questa seconda prospettiva si innesta la proposta di direttiva europea sulla *Corporate Sustainability Due Diligence*⁽⁵¹⁾, che all'art. 15, paragrafo 3, interconnette la parte variabile delle retribuzioni degli amministratori ai risultati che questi sono in grado di perseguire in ordine alla lotta al cambiamento climatico⁽⁵²⁾. Si inseriscono quindi i criteri di sostenibilità anche ambientale nelle

⁽⁴⁷⁾ Al netto di possibili e incerte eccezioni che la dottrina non sembra ancora avere con certezza individuato.

⁽⁴⁸⁾ *Infra*, § 7.

⁽⁴⁹⁾ *Ibid.*

⁽⁵⁰⁾ Si v., *ex plurimis*, ENRIQUES, HERTIG, KANDA, PARGENDLER, *Related-Party Transactions*, in KRAAKMAN et al., *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Oxford, OUP, 2017, 156 s.; F. FERRI, MABER, *Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the UK*, in *Review of Finance*, 2013, vol. 17, issue 2, 527 ss.

⁽⁵¹⁾ Per i commenti alla proposta di direttiva si fa rinvio *supra*, nt. 15.

⁽⁵²⁾ E cioè «alla strategia aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società».

remunerazioni, in modo che queste ultime diventino un fattore propulsivo anche in tale direzione ⁽⁵³⁾.

Da rilevare, peraltro, che già prima della proposta di direttiva di cui si discorre, già l'art. 123-ter, comma 3-bis, t.u.f. faceva menzione di questi profili, chiarendo che la politica di remunerazione debba contribuire alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società, anche illustrando le modalità con cui questo contributo si concretizza.

Possono anche svolgersi delle minime osservazioni in una prospettiva *de iure condendo*, eventualmente da considerare anche per disciplinare il *say on climate*. In questo senso, si evidenzia che la combinazione di un voto consultivo, qual è quello sulla seconda parte della relazione di cui alla comma 4 dell'art. 123-ter t.u.f., sui compensi già erogati nell'esercizio, con un voto vincolante sulla politica di remunerazione, mal si concilia e andrebbe evitato. Infatti, rimane difficile comprendere quale funzione giuridica possa svolgere il voto assembleare non vincolante sul consuntivo dei compensi corrisposti, quando già ne è stato espresso a monte uno vincolante sulla prima sezione della relazione *de qua* (ossia la politica) avente valenza programmatica.

Si potrebbero dare alcune letture sul significato attuale di questa dicotomia nell'espressione del voto, da un lato, giustificando quello consultivo come un vaglio di conformità dei compensi erogati rispetto alle politiche in precedenza approvate, anche se, a ben vedere, si tratta di un controllo che spetterebbe in origine ad altri soggetti nell'ambito del governo societario; dall'altro, si potrebbe tentare di spiegare questa discrasia giustificando il voto assembleare come valutazione del grado di trasparenza della relazione sui compensi corrisposti, che però finirebbe forse per costituire una duplicazione del *monitoring* spettante ad altri organi, quali la società di revisione. Un'ulteriore lettura giustificativa potrebbe essere quella che individua in detto voto consultivo la propria condivisione sui compensi divergenti rispetto alle politiche adottate nei casi eccezionali.

Ora, questo insieme di criticità e complessità, sembra sconsigliare un intervento facoltativo dell'assemblea avente ad oggetto un documento consuntivo che già in precedenza aveva comportato l'approvazione di una politica con voto vincolante, con la conseguente necessità di riparametrare il ruolo assembleare e le funzioni attribuite a questa deliberazione dalla legge.

4. Il problema del *say on climate* in rapporto alla riserva esclusiva di competenza sulla gestione e al principio di tipicità delle materie assembleari.

Alla luce di quanto appena precisato, emerge che la più volte citata proposta di direttiva in punto di *corporate governance* sostenibile e *due diligence* non si

⁽⁵³⁾ In ogni caso, non si tratta di un intervento dell'assemblea degli azionisti con un voto consultivo oppure vincolante.

occupi di *say on climate*, se non in via mediata tramite il *say on pay*, secondo il meccanismo di raccordo appena sopra illustrato. Questo dato conferma che, ove pure la versione definitiva si mantenesse aderente alla proposta, non vi sarebbe una diretta norma sul *say on climate* e ci si dovrebbe muovere in uno spazio vuoto di specifico diritto. Il che avvalorata la necessità e l'importanza di procedere a una ricostruzione del fenomeno, per verificare se, ed eventualmente in che modo, sia allo stato possibile prevedere un voto consultivo oppure vincolante sulle politiche strategiche ambientali, considerato che vi sono dei casi anche in Italia ⁽⁵⁴⁾, sicché si tratta di un argomento in cui l'esperienza giuridica è andata più avanti rispetto all'impianto dogmatico che la dottrina è chiamata a costruire, con la necessità di colmare questo iato.

Al di là della sua vastità ed eterogeneità di profili, si tratta per vero di un tema con risvolti anche strettamente giuridici, atteso che solleva complesse questioni di raccordo con la teoria generale del diritto societario, in particolare quanto ai rapporti tra organo gestorio e assemblea.

A partire dalla riforma del 2003, pur in assenza di specifiche analisi empiriche, il voto consultivo non sembra essere stato utilizzato con frequenza al di fuori delle ipotesi disciplinate dalla legge, verosimilmente anche a causa delle incertezze sottese al quadro normativo novellato in ordine all'ammissibilità del medesimo (legittimità o meno, effetti, limiti, legittimazione all'iniziativa e via seguitando). Questo dato trova del resto implicita conferma nell'ampia diffusione dei flussi informativi extrassembleari dovuti ai già visti limiti dell'assemblea, anzitutto di tipo oggettivo (competenze), ma anche tempistici ed economici, considerato che non è possibile effettuare convocazioni con la stessa frequenza con cui si dialoga selettivamente.

In linea con quanto anticipato, il *say on climate* verte su scelte amministrative, sicché è necessario anzitutto valutare se si ponga in violazione del principio per cui la gestione della società spetta esclusivamente agli amministratori ⁽⁵⁵⁾. Il punto nodale risiede nel comprendere se un eventuale voto consultivo oppure vincolante sui piani climatici elaborati dagli amministratori ⁽⁵⁶⁾ integri in senso stretto il potere di gestione.

Fornire una risposta relativamente al *voto consultivo* sul piano di azione per il clima è operazione che necessita preliminarmente di evidenziare il peculiare carattere di tali delibere consultive, il che sarà pure strettamente funzionale

⁽⁵⁴⁾ *Supra*, § 1.

⁽⁵⁵⁾ Quello di cui ci si occupa nel testo è un problema trasversale alle varie ipotesi (modello legale, previsione statutaria, iniziativa degli amministratori o dei soci), ma non esaurisce tutte le altre questioni che verranno partitamente affrontate *infra*, §§ 5-6.

⁽⁵⁶⁾ Sul punto occorre tuttavia distinguere due ipotesi di legittimazione all'iniziativa, su cui *infra*, §§ 5-6.

a munire di fondamento l'analisi che si svolgerà più avanti, volta a tratteggiare alcune idee per soluzioni ai problemi che il *say on climate* genera.

Si deve da subito porre l'accento sull'individuazione dell'oggetto della deliberazione assembleare in esame: esso può dirsi "complesso", nel senso che a livello "diretto" o "immediato" ⁽⁵⁷⁾ consiste in un parere non vincolante che, a sua volta, ha normalmente quale oggetto "derivato" o "secondario" un piano climatico ⁽⁵⁸⁾. Questa particolarità, che potrebbe sembrare neanche ovvia, non deve essere obliterata, in quanto risulta di fondamentale importanza, poiché finisce per "colorare" il deliberato assembleare dal punto di vista effettuale, rendendo palese come in tal caso manchi il connotato "decisorio" strettamente inteso ⁽⁵⁹⁾.

Ora, la soluzione sembra essere di segno negativo, ove si definisca l'esatta portata, anche concettuale, del potere gestorio *ex art. 2380-bis*, comma 1, c.c., ricordando che con esso s'intende «il potere di *decidere* in merito al compimento degli atti di amministrazione dell'impresa sociale» ⁽⁶⁰⁾ (corsivo aggiunto). In altri e più estesi termini, pare possibile affermare che il voto consultivo sul clima, così come su altri argomenti rientranti nel perimetro propriamente gestorio, configurandosi alla stregua di un mero parere in quanto tale non vincolante ⁽⁶¹⁾, non possa di per sé qualificarsi come esercizio del potere gestorio, considerato in particolare che la scelta rimane comunque di spettanza del consiglio di

⁽⁵⁷⁾ Si potrebbe forse, in modo improprio, trattare di portata per così dire "immediata" e "mediata" dell'oggetto, con ciò richiamando una distinzione invalsa nell'individuazione dell'oggetto del contratto, senza per questo voler individuare una natura pattizia nelle deliberazioni.

⁽⁵⁸⁾ Del resto, il visto carattere complesso dell'oggetto delle delibere assembleari è comune anche ad altre tipologie, basti pensare a quelle relative al bilancio, in cui esso è dato ad esempio dall'*approvazione* dei conti annuali.

⁽⁵⁹⁾ Sulle varie tipologie di delibere classificate a seconda degli effetti che comportano sull'agire gestorio, ossia quelle aventi effetti decisorii in senso tecnico, oppure di approvazione, nonché di autorizzazione di atti di gestione, si v. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari "consultive" nella società per azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2014, 143-145 (pubblicato anche in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, Cariello, Di Cataldo, Guerrera, Sciarrone Alibrandi, 1, Torino, Utet, 2014, 819 ss.), nonché in ID., *Commento all'art. 2364 c.c.*, in *Delle società. Dell'azienda. Della concorrenza*, a cura di Santosuosso, Torino, Utet, 2015, 1426 ss. Sulla generale vincolatività delle deliberazioni per gli amministratori, ove essi non le facciano oggetto di impugnazione, si v. STELLA RICHTER jr, *L'inoppugnabilità delle deliberazioni degli organi sociali*, in *Principi, regole, interpretazione. Contratti e obbligazioni, famiglie e successioni. Scritti in onore di Giovanni Furguele*, t. 1, a cura di Conte e Landini, Mantova, Universitas Studiorum, 2017, 533 ss.

⁽⁶⁰⁾ Si cfr. CALANDRA BUONAURA, (nt. 36), 51. In termini analoghi si pone ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nella società per azioni. Profili organizzativi*, Milano, Giuffrè, 1975, 1, il quale individua nella gestione «l'attività spiegata in funzione dello svolgimento dell'iniziativa economica dell'imprenditore».

⁽⁶¹⁾ In senso conforme, si v. ABBADESSA, *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, in *Le operazioni con parti correlate. Atti del Convegno Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 19 novembre 2010*, a cura di Cariello, Milano, Giuffrè, 2011, 20 s., che ammette il potere dell'organo amministrativo di provocarlo pur in assenza di una previsione statutaria specifica, proprio perché non impatta sull'*iter* deliberativo che resta di dominio dell'organo amministrativo.

amministrazione, che è libero di porla o meno in essere ⁽⁶²⁾, ferma restando comunque la necessità di motivare lo scostamento dal voto consultivo ⁽⁶³⁾.

Depongono nello stesso senso il ruolo e la finalità dell'art. 2380-*bis*, comma 1, c.c., volti in sostanza a sancire la responsabilità esclusiva dell'organo amministrativo anche relativamente a qualsivoglia delibera assembleare in campo gestorio (con la locuzione «ferma in ogni caso la responsabilità») ⁽⁶⁴⁾.

Quanto invece al *voto vincolante* sul clima, questo potrebbe essere previsto soltanto attraverso un intervento normativo *ad hoc*, restando diversamente preclusa anche una sua introduzione per via statutaria, perché costituisce una vera e propria *deroga* al visto principio di esclusività del potere amministrativo ⁽⁶⁵⁾.

A suffragio di questa conclusione può richiamarsi anche la differenza intercorrente tra il meccanismo del voto vincolante e quello delle *autorizzazioni statutarie* di cui tratta l'art. 2364, comma 1, n. 5, c.c., atteso che queste ultime hanno un carattere preventivo, essendo funzionali alla rimozione di un vincolo impeditivo al compimento di un certo atto ⁽⁶⁶⁾, dopodiché il nulla osta dell'assemblea

⁽⁶²⁾ Si può richiamare, seppure con opportuni adattamenti, il ragionamento svolto da quanti si sono occupati dei dialoghi selettivi tra amministratori e azionisti: «nel modello legale la conduzione dell'impresa (la "gestione") spetta agli amministratori e non ai soci in via diretta» né, in via di principio, ad altri organi. Il dialogo selettivo riconosce agli azionisti uno strumento di influenza che, almeno in determinate situazioni, può entrare in conflitto con la scelta di attribuire il potere gestorio in via esclusiva all'organo amministrativo. Questa tensione si verifica soprattutto con riferimento alle forme di dialogo "preventive", finalizzate a orientare le decisioni dell'organo amministrativo attraverso la consultazione dei soci su atti od operazioni ancora da compiere». Così GILOTTA, (nt. 32), 70.

⁽⁶³⁾ In questo senso si v. CODAZZI, *Il voto degli azionisti sulle politiche di remunerazione degli amministratori: la disciplina italiana e il modello comunitario di "say on pay"*, in *Orizz. dir. comm.*, 2016, 15; ABBADESSA, (nt. 61), 20 s.; BRUNO, BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedure, risultati, prospettive*, in *Riv. soc.*, 2014, 1283, i quali individuano nella motivazione mancante o inadeguata una causa di eventuale revoca dall'ufficio, unitamente alla violazione di obblighi di diligenza o di un conflitto di interessi e quindi una responsabilità degli amministratori; di tale avviso sono pure BENTIVEGNA, *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123-ter t.u.f.*, in *Riv. dir. impr.*, 2011, 277 ss., 298 s.; DEL LINZ, *La disciplina sui compensi dei manager nelle società quotate e l'esame delle prime relazioni sulla remunerazione*, in *Banca, impr., soc.*, 2012, 468 ss.; M. RABITTI, SPATOLA, *Commento all'art. 123-ter, t.u.f.*, in *Commentario al T.u.f.*, a cura di Fratini, Gasparri, Torino, Utet, 2012, II, 1704 ss.

⁽⁶⁴⁾ Si cfr. GILOTTA, (nt. 32), 84 ss., ove ampi riferimenti bibliografici.

⁽⁶⁵⁾ Infatti, è stato ricordato che nella s.p.a. tale principio di piena competenza e responsabilità degli amministratori in materia di gestione, rinvenibile nel combinato disposto degli artt. 2380-*bis*, comma 1 e 2364, comma 1, n. 5, c.c., «ben difficilmente potrebbe conciliarsi con una soluzione che precluda agli amministratori di riesaminare l'operazione anche dopo il voto assembleare, valutando in ogni momento, e fino all'intervenuta esecuzione, la sua conformità all'interesse sociale». Così ABBADESSA, (nt. 61), 20 s.

⁽⁶⁶⁾ Sul punto si cfr. ABBADESSA, (nt. 61), 20 s. L'a., seppure con riferimento al Regolamento Consob relativo alle operazioni con parti correlate, prende in esame le distinzioni intercorrenti tra il voto vincolante e l'autorizzazione richiesta dallo statuto: «tale "coinvolgimento" [può] realizzarsi, a scelta delle procedure, secondo due modalità: l'approvazione o il voto consultivo. La prima, prevedendo che l'assemblea sia chiamata a concorrere nel processo deliberativo con il consiglio

degli azionisti non genera alcun vincolo in positivo al compimento dell'atto autorizzato, che gli amministratori restano liberi di non compiere malgrado l'intervento dell'assemblea. A ciò consegue che sarebbe illegittima una clausola statutaria che trasformasse l'autorizzazione in approvazione, visto che l'ultima parola deve spettare agli amministratori ⁽⁶⁷⁾.

Del resto, un'ulteriore conferma di questa conclusione si rinviene nell'art. 123-ter t.u.f., come novellato nel 2019 ⁽⁶⁸⁾, ossia il voto vincolante sulla politica di remunerazione. E neppure una soluzione differente potrebbe argomentarsi in base a una lettura analogica (estensiva) di tale ultima disposizione che pure, come si è visto, tratta di sostenibilità della società e interessi a lungo termine della stessa ⁽⁶⁹⁾, atteso che si tratta di ambiti differenti, ossia le retribuzioni e le questioni climatiche, a nulla rilevando che anche le prime possano essere utilizzate come fattore propulsivo per incentivare l'organo amministrativo a implementare gli obiettivi di sostenibilità.

Ora, dimostrata l'impossibilità allo stato della legislazione vigente, di ricorrere al voto vincolante, resta da verificare se la via dell'autorizzazione *ex art.* 2364, comma 1, n. 5, c.c. ⁽⁷⁰⁾ possa essere di una qualche utilità in materia climatica. La differenza rispetto al semplice voto consultivo sarebbe rilevante, perché il piano climatico predisposto dagli amministratori che non ottenesse l'autorizzazione dell'assemblea non potrebbe essere posto in esecuzione dagli amministratori, mentre in caso di semplice voto facoltativo, non vi sarebbe alcun vincolo. Da ciò discende che, perlomeno in assenza di una norma specifica, lo strumento della delibera autorizzatoria potrebbe avere maggiore cogenza e aumentare il peso dell'assemblea, rispetto a un voto consultivo.

Nell'ambito di questo preliminare vaglio di ammissibilità del voto consultivo sul clima è anche necessario confrontarsi con il principio di stretta tipicità delle competenze assembleari che ne pone un *numerus clausus* in cui non si fa cenno alle delibere di interesse. Il profilo non dovrebbe creare problemi, atteso

di amministrazione, richiede necessariamente [...] un preventivo adeguamento statutario ai sensi del ripetuto art. 2364, co. 1 n. 5, c.c. Tale norma prevede, però, che l'assemblea possa essere chiamata ad *autorizzare*, non già ad approvare: e trattasi di differenza di non poco conto, posto che in caso di autorizzazione assembleare l'ultima parola spetta sempre al consiglio di amministrazione, laddove nel meccanismo approvativo il potere di iniziativa spetta agli amministratori, ma la decisione assembleare ha l'effetto di perfezionare in via definitiva il procedimento deliberativo, imputando la decisione alla società».

⁽⁶⁷⁾ ABBADESSA, MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, 296.

⁽⁶⁸⁾ *Infra*, § 3.

⁽⁶⁹⁾ In via più generale, sui limiti particolarmente stringenti entro i quali è ammesso il ricorso all'*analogia legis* si rinvia, in luogo di tanti, a TARELLO, *L'interpretazione della legge*, in *Trattato di dir. civ. e comm.*, già diretto da Cicu, Messineo, Mengoni e continuato da Schlesinger, Milano, Giuffrè, 1980, 51.

⁽⁷⁰⁾ Sopra utilizzata quale argomento *a fortiori* rispetto all'illegittimità di un voto vincolante sul *climate* introdotto a livello statutario.

che quella consultiva è una competenza *sui generis* e non in senso stretto, che a rigore non dovrebbe neppure farsi rientrare nel concetto di competenza, considerato che quando il legislatore ha utilizzato questo lemma, lo ha fatto per individuare delibere decisorie o comunque idonee a vincolare gli amministratori.

Vi è inoltre una ragione favorevole alla posizione assunta e forse ancora maggiormente convincente: è del tutto fisiologico che il voto consultivo esuli rispetto alle materie dell'art. 2364 c.c., in quanto se fosse riferito a queste ultime sulle quali l'assemblea vota già di per sé non avrebbe alcun senso rilasciare un parere formalizzato. Questo fa sì che tale tipologia di deliberazione si spieghi esclusivamente su materie che non sono di competenza dell'organo che esprime il voto.

5. *Le delibere assembleari consultive sulla strategia climatica tra modello legale e autonomia statutaria.*

È stato dianzi chiarito che il voto consultivo non si pone in violazione del principio di esclusività delle competenze gestorie in capo agli amministratori ⁽⁷¹⁾, sicché può immediatamente accantonarsi l'idea che tale forma di voto in materia di strategia climatica faccia capo a una riserva di legge, in quanto non si tratta in realtà di derogare o comunque modificare un postulato tipologico della società azionaria, quale è quello di cui all'art. 2380-bis, comma 1, c.c. ⁽⁷²⁾. Almeno da questa angolatura, siffatta forma di deliberazione potrebbe dunque trovare spazio a prescindere da uno specifico intervento normativo.

Diviene allora necessario vagliare la legittimità del *say on climate* consultivo in assenza di un'espressa e settoriale disposizione di legge che lo preveda, muovendo in prima battuta dalla ricostruzione del modello legale, dopodiché si

⁽⁷¹⁾ Il quale risulta inderogabile, al netto di tutte quelle ipotesi contemplate espressamente dalla legge o dalla stessa implicitamente desumibili (siccome profondamente incidenti sulla struttura economica e finanziaria della compagine sociale), in cui sono ammesse eccezioni. Non pare però consentito far leva su tali deroghe in un certo senso codificate e da ciò inferire il carattere dispositivo del principio *de quo*, ossia l'ammissibilità di pratiche *allo stato* non disciplinate dal legislatore, quali possono essere il voto sul piano di azione climatica ovvero, per citare altri casi, i flussi informativi selettivi frutto dell'*engagement* degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi; è forse più semplice e convincente dimostrare in radice come tali pratiche non integrino di per sé esercizio di potere gestorio e pertanto non si pongano in frizione rispetto all'assioma dell'esclusività delle competenze degli amministratori. Offre una ricostruzione in parte differente GILOTTA, (nt. 32), 91 ss.: l'a. conclude nel senso che la gestione non spetti esclusivamente agli amministratori, ripercorrendo le varie deroghe *legali* a tale principio e da ciò traendo la derogabilità dello stesso in mancanza di un intervento del legislatore o della riconducibilità dell'operazione al novero delle competenze assembleari implicite, come è a dirsi in relazione alle comunicazioni extrassembleari soltanto con taluni azionisti, che troverebbero in ciò un ulteriore argomento in senso non impeditivo.

⁽⁷²⁾ Questo costituisce il tratto differenziale anche a livello tipologico, atteso che diversamente nella s.r.l. all'esercizio del potere di gestione possono concorrere anche i soci, essendo consentita la rimessione di una decisione gestoria ai soci (art. 2479, comma 1, c.c.).

procederà con le valutazioni in ordine alla legittimità e all'utilità di eventuali interventi da parte dell'autonomia statutaria.

Prima di procedere nel senso indicato sono però necessarie alcune precisazioni. In particolare, occorre prestare attenzione a distinguere l'*origine dell'iniziativa*, a seconda che scaturisca direttamente dagli amministratori oppure dagli azionisti, ciò che consente di indagare anche problematiche non considerate dalla dottrina che si era occupata dell'argomento ⁽⁷³⁾, probabilmente perché allora non ve ne era la necessità, mentre oggi ha probabilmente senso e un notevole rilievo operativo, oltreché scientifico, rispondere anche a tale interrogativo.

Sarà poi importante soffermarsi su quale posizione giuridica si ricolleggi al voto consultivo sia dal lato degli amministratori che da quello degli azionisti, vale a dire per i primi un dovere o una facoltà, mentre per i secondi un diritto o una mera aspettativa.

È bene poi distinguere una duplice modalità di introduzione del voto consultivo che può essere immediata o differita, ossia rispettivamente consistente in una delibera consultiva sul piano climatico, oppure in una delibera avente ad oggetto la modifica statutaria finalizzata a introdurre il voto consultivo per le successive assemblee e con una certa cadenza (ad esempio annuale e/o triennale).

Per risolvere la questione relativa alla legittimità del voto consultivo avente ad oggetto le strategie climatiche nel modello legale, si deve far capo ancora una volta al principio di esclusività delle competenze gestorie risalente al 2003, il quale consente in sostanza anche di spiegare, quantomeno dalla prospettiva del legislatore delegato, la ragione delle differenze rispetto al previgente art. 2364 c.c. ⁽⁷⁴⁾, sì da valutarne l'effettiva portata.

In particolare, il n. 5 della citata disposizione ha radicalmente riformato le modalità assembleari di intervento sulla gestione della società, riducendole drasticamente: si consente, limitatamente a quanto qui interessa, che l'assemblea deliberi soltanto sulle autorizzazioni eventualmente richieste dallo statuto per il compimento di atti degli amministratori, mantenendo «ferma in ogni caso» la responsabilità di questi per gli atti compiuti ⁽⁷⁵⁾. Emerge dunque, rispetto al

⁽⁷³⁾ A quanto consta l'unico lavoro interamente dedicato all'istituto delle delibere consultive è quello di MAUGERI, (nt. 59), 143 ss.

⁽⁷⁴⁾ L'introduzione del principio sancito dall'art. 2380-*bis*, comma 1, c.c. ha infatti condotto il legislatore all'eliminazione delle ampie competenze gestorie in precedenza riconosciute all'assemblea, con la previsione di forme assolutamente meno pervasive. Così ABRIANI, (nt. 36), 672 s.

⁽⁷⁵⁾ Tale mancato esonero da responsabilità degli amministratori verso la società è sicuramente quanto più opportuno a fronte di una non corretta, incompleta e non sempre comprensibile informazione degli azionisti circa l'assunzione di una deliberazione su un atto di gestione. Si tratta di un principio per la cui implementazione il legislatore delegato sembra tuttavia aver offerto una lettura del principio di esclusività delle competenze gestorie più ampia rispetto a quanto

contesto anteriore alla riforma, l'eliminazione della *facoltà* degli amministratori di sottoporre alla decisione dell'assemblea oggetti attinenti alla gestione dell'impresa ⁽⁷⁶⁾, ossia, a voler utilizzare la stessa lettera della legge ⁽⁷⁷⁾, quella competenza per cui l'assemblea ordinaria «delibera[va] sugli altri oggetti attinenti alla gestione della società [i] riservati alla sua competenza dall'atto costitutivo, [ii] o sottoposti al suo esame dagli amministratori», con un potere di iniziativa che quindi era riservato ai gestori e precluso ai soci ⁽⁷⁸⁾.

È chiaro che questa eliminazione, se non altro a primo impatto, sembrerebbe erigere un'invalicabile barriera preclusiva del voto consultivo al di fuori delle esigue ipotesi regolate per legge. Ampia parte della dottrina che se ne è occupata, seppure in via generale, ha espresso forti dubbi su questo profilo; e, infatti, è stato scritto che «la modifica dell'art. 2364 c.c., introdotta dalla riforma del 2003, parrebbe impedire l'adozione di qualsiasi delibera in materia gestionale, anche nella forma di semplice "*precatory resolution*" non vincolante» ⁽⁷⁹⁾, pur avvertendo però la necessità di invocare i generali principi di corretta *governance*

necessario per garantire la piena e inderogabile responsabilità del consiglio di amministrazione, atteso che non era a tal fine necessario operare una così radicale riduzione delle competenze assembleari. Di questo avviso è anche CALANDRA BUONAURA, *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2003, 538, che evidenzia come nel vigore della precedente disciplina tale esonero venisse invece inferito dal principio del *venire contra factum proprium* con riferimento alla necessaria competenza assembleare per la proposizione dell'azione di responsabilità, ma che ciò era stato superato già mediante la previsione di una legittimazione per la minoranza a esperire l'azione sociale di responsabilità. Tratta di «abusi nell'attuazione della legge delega» e di «equivoci del legislatore storico», PORTALE, *Rapporti tra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Cambasso*, diretto da Abbadessa e Portale, *Assemblea - Amministrazione*, t. 2, Torino, Utet, 2006, 5 e 10 s. Si può affermare che per realizzare l'obiettivo dell'esclusività della responsabilità non fosse necessario prevedere anche l'esclusività delle competenze, in tal modo mantenendo ferma la possibilità di riservare all'assemblea la piena decisione su particolari atti di gestione. Dello stesso avviso è anche ABBADESSA, *L'assemblea nella s.p.a.: competenza e procedimento*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 542 s.

⁽⁷⁶⁾ Si trattava del previgente art. 2364, comma 1, n. 4, c.c., che prevedeva anche un ulteriore istituto ai fini di cui al testo, ossia la riserva statutaria di competenza. Per ogni più ampio riferimento sul sistema dei rapporti tra organo amministrativo e assemblea si rinvia a CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenza dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1985, *passim*, nonché ad ABBADESSA, *L'assemblea: competenza*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, t. 3*, Torino, Utet, 1993, 13 ss. Significativa è anche la *Relazione* al d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 (pubblicata in *Riv. soc.*, 2003, 122 s.), ove si legge che: «si è profondamente innovato riguardo alla materia già regolata dall'art. 2364, n. 4, del codice civile [...]. Gli amministratori non possono, di propria iniziativa, sottoporre all'assemblea le operazioni attinenti alla gestione sociale; si è solo ammesso che lo statuto possa richiedere che l'assemblea autorizzi gli amministratori al compimento di determinate operazioni, ma si è precisato che resta ferma in ogni caso la responsabilità degli amministratori per gli atti compiuti, quantunque autorizzati dall'assemblea. Si è così evitato che, come in passato poteva accadere, nessuno risponda di una data operazione».

⁽⁷⁷⁾ Il che sarà utile per fondare le considerazioni che si svolgeranno innanzi.

⁽⁷⁸⁾ Sul punto si rinvia *infra*, § 6, ove anche riferimenti bibliografici.

⁽⁷⁹⁾ Così CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 874 s.

per fondare una lettura correttiva del modello di rapporti tra organo amministrativo e assemblea ⁽⁸⁰⁾.

Pur essendo certamente condivisibile lo scopo di questo tipo di interpretazione, non si può tuttavia negare che ciò lasci pur sempre ampi margini di incertezza, perché appunto la scelta del legislatore ⁽⁸¹⁾, pur criticabile, sembrerebbe chiara e in quanto tale non potrebbe essere adattata in base ai principi generali. Tutto questo, trasposto all'attualità, si teme possa creare ostacoli al *say on climate* e conseguenti problemi anche dal punto di vista del contenzioso che potrebbe insorgere, considerato che non vi è unanimità di vedute circa l'impugnabilità delle delibere consultive ⁽⁸²⁾, nonostante risulti preferibile sostenere che le stesse non siano suscettibili di essere invalidate ⁽⁸³⁾.

In questo contesto e con i detti obiettivi, si cercherà di proporre una lettura alternativa dal punto di vista della motivazione (fermo naturalmente il risultato

⁽⁸⁰⁾ Si v. ID., *I modelli di amministrazione e controllo*, in *Giur. comm.*, 2003, 539, secondo il quale l'interpretazione letterale dell'eliminazione della detta facoltà degli amministratori «priva i soci di una tutela preventiva rispetto al compimento di operazioni che possono incidere gravemente sui loro diritti e sul valore della loro partecipazione e per le quali non è previsto il ricorso all'*exit* [...]», dall'altro, non consente neppure agli amministratori di subordinare il compimento di dette operazioni al preventivo consenso dei soci, in omaggio ai principi di correttezza e trasparenza». Dello stesso avviso è anche MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari*, (nt. 59), 159 s., secondo cui l'interpretazione adeguatrice non derogherebbe il principio dell'esclusiva competenza e responsabilità degli amministratori per la gestione dell'impresa. Sempre nel senso dell'ammissibilità di una spontanea sottoposizione dell'atto di gestione da parte degli amministratori al parere assembleare non vincolante, si cfr., BRUNO, *Il ruolo dell'assemblea di s.p.a. nella corporate governance*, Padova, Cedam, 2012, 80 ss., che invoca anche il dovere di agire in modo informato; RESCIO, *L'assemblea e le decisioni dei soci*, in *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutarî*, a cura di S. Rossi, Milano, Giuffrè, 2003, 89 ss.; SARALE, *Il nuovo volto dell'assemblea sociale*, in *La riforma delle società. Profili della nuova disciplina*, a cura di Ambrosini, Torino, Giappichelli, 2003, 35 ss.; ABBADESSA, MIRONE, (nt. 67), 269 ss.; CERRATO, *Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il "sovrano" ha veramente abdicato?*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, II, 133, 147; PETRAZZINI, *Commento agli artt. 2364-2364-bis c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, Bologna, Zanichelli, 2004, 469 ss.

Di avviso contrario a questo *modus interpretandi* (e quindi a favore dell'impossibilità di sottoporre operazioni gestionali al voto degli azionisti nel modello legale) è LIBONATI, *Assemblea e patti parasociali*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, 463 s., ove si evidenzia «la scomparsa della facoltà per gli amministratori di sottoporre atti di gestione all'esame dell'assemblea, facoltà, questa, che il nuovo testo dell'art. 2364 non prevede e perciò non consente, specie se si ricordi il precetto di cui all'art. 2380-bis»; MELONCELLI, *Commento all'art. 2364 c.c.*, in *La riforma delle società*, a cura di Sandulli, Santoro, Torino, Giappichelli, 2003, I, 253 ss. Su una posizione ancora differente si è attestato AMBROSINI, *L'amministrazione e i controlli nella società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 310, il quale ritiene necessario un intervento dell'autonomia statutaria «abilitante» che introduca una facoltà degli amministratori per la richiesta di pareri consultivi. Seppure con riferimento al sistema dualistico, esprime una riserva verso la possibilità di estendere la categoria delle deliberazioni consultive oltre ai casi previsti dalla legge, PORTALE, *Amministrazione e controllo nel sistema dualistico delle società bancarie*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, 36.

⁽⁸¹⁾ Fatta palese anche dalla *Relazione* al d.lgs. n. 6/2003, citata *supra*, nt. 76.

⁽⁸²⁾ Su tale questione si rinvia *infra*, § 7.

⁽⁸³⁾ *Infra*, § 7.

di consentire i voti selettivi nel modello legale) e forse in grado di assicurare una maggiore certezza del diritto.

Per evitare di essere tratti in inganno, non è inutile il richiamo delle precisazioni già svolte relativamente alle delibere con *efficacia consultiva* (i.e. non vincolante il consiglio di amministrazione quanto alla fase esecutiva) ⁽⁸⁴⁾ e al loro oggetto “complesso”, così da tenerle distinte da quelle con *efficacia decisoria* (e quindi vincolanti per gli amministratori, che sono tenuti a darvi esecuzione, salvo i casi in cui siano invalide o comunque illegittime). Non sembra possa revocarsi in dubbio la natura deliberativa dell’atto anche nel caso in cui abbia ad oggetto voti non vincolanti ⁽⁸⁵⁾, considerato che è pure lo stesso legislatore a qualificarle come tali ⁽⁸⁶⁾.

Sulla scorta di queste premesse, l’interpretazione che si fornisce è strettamente letterale e ruota attorno al verbo «delibera» (contenuto nel previgente n. 4), che, quantomeno in via generale e a prescindere da questo contesto, può assumere sia significato *decisorio* che *consultivo* ⁽⁸⁷⁾. Se si intende far leva su tale punto per sostenere la tesi favorevole all’ammissibilità di delibere consultive anche *post* riforma, diventa fondamentale dimostrare che la “deliberazione” nell’ambito del citato n. 4 potesse avere solo senso decisorio (e non consultivo) ⁽⁸⁸⁾: questa conclusione si può trarre considerando che il verbo è unico e funge da “matrice” per ambedue i casi prospettati dalla norma, ossia quello sulla *riserva* statutaria di *competenza* (in cui la delibera non può che essere solo decisoria) e quello consistente nella facoltà degli amministratori di sottoporre all’esame dell’assemblea oggetti gestori (in assenza di una clausola statutaria) ⁽⁸⁹⁾.

In base a ciò emerge che il previgente art. 2364, comma 1, n. 4, c.c. prevedesse in realtà ed esclusivamente una vera e propria facoltà di *trasferimento* di competenza deliberativa in materia gestionale a favore dell’assemblea, dunque una deliberazione assembleare avente efficacia “decisoria” e che l’ammissibilità di delibere consultive si facesse implicitamente ed automaticamente discendere a livello interpretativo dato che era consentita quella con effetti più “forti” (decisori), secondo lo schema dell’argomentazione *a fortiori*.

⁽⁸⁴⁾ *Supra*, § 4.

⁽⁸⁵⁾ Di conforme avviso è MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari*, (nt. 59), 152-154; in senso dubitativo si esprime BERTOLOTTI, *Assemblea e amministratori*, in *Assemblea e amministratori*, a cura di Cavalli, in *Nuova giurisprudenza di diritto civile e commerciale*, Torino, Utet, 2013, 30 s. Indirettamente contrari sembrano ABBADESSA, MIRONE, (nt. 67), 288 s.

⁽⁸⁶⁾ Arg. *ex art.* 123-ter, comma 6, t.u.f.

⁽⁸⁷⁾ Ciò in aderenza alla natura deliberativa del voto consultivo, *supra*, nt. 85.

⁽⁸⁸⁾ Questo perché ove avesse avuto anche valore consultivo (nelle intenzioni dell’originario legislatore) l’eliminazione in sede di riforma del n. 4 senza alcuna precisazione avrebbe eliminato dall’ordinamento anche tale possibilità consultiva.

⁽⁸⁹⁾ Si v. *supra*, nel testo all’altezza della nt. 77, il virgolettato con la lettera della legge.

Dalla eliminazione della facoltà per gli amministratori di richiedere deliberazioni assembleari a contenuto decisorio sulla gestione non può trarsi, quale conseguenza automatica, l'inammissibilità nel sistema novellato di deliberazioni consultive; infatti, queste ultime non rappresentano un *minus* rispetto a quelle con efficacia decisoria/vincolante, e quindi non può dirsi che il legislatore avendo estromesso le prime avrebbe giocoforza precluso anche le seconde. E questo per due ragioni abbastanza intuitive: (i) le due delibere risultano profondamente diverse e non sovrapponibili neppure secondo un rapporto di continenza, tant'è che l'eliminazione della possibilità di delibere decisorie non impatta minimamente su quella di utilizzare delibere con effetti più tenui, quali appunto quelle consultive ⁽⁹⁰⁾; (ii) la *ratio* dell'eliminazione del richiamato n. 4 si rinviene nel principio per cui la gestione spetta esclusivamente agli amministratori o meglio nella regola che vuole in ogni caso questi ultimi responsabili delle deliberazioni assembleari in materie gestorie ⁽⁹¹⁾.

In conclusione, il problema delle delibere consultive pare essere un problema differente rispetto all'eliminazione della menzionata facoltà di trasferimento di competenza e che a esso si collega solo apparentemente, perché l'obiettivo dichiarato della riforma era quello di garantire la responsabilità degli amministratori, e quanto alle delibere consultive è pacifico che tale responsabilità resti ferma.

Appurata nei visti limiti l'ammissibilità del voto consultivo ⁽⁹²⁾, per quanto riguarda nel modello legale la posizione giuridica soggettiva relativa agli amministratori si tratterà di una *facoltà* di dare corso al voto consultivo ⁽⁹³⁾. Un *dovere* degli amministratori di chiedere un parere non vincolante all'assemblea sembra doversi escludere anche ove si tenti di invocare la teoria delle competenze implicite ⁽⁹⁴⁾, che avrebbe potuto trovare pieno richiamo nel caso in cui si ipotizzasse la necessaria modifica dello scopo sociale appunto per perseguire la sostenibilità

⁽⁹⁰⁾ Diverso sarebbe stato nel caso opposto di *introduzione* della possibilità di delibere con effetti più ampi (decisori), che avrebbe determinato l'ammissibilità di quelle con effetti minori (consultivi).

⁽⁹¹⁾ Sarebbe stato paradossale affermare l'inderogabile responsabilità degli amministratori con riferimento all'esecuzione di una delibera assembleare (che essi sono obbligati a eseguire, salvo le eccezioni già viste), quindi senza una loro discrezionalità nel merito.

⁽⁹²⁾ Non è quindi necessario ai fini della sua configurabilità trovare l'appiglio volto a ritenerlo consentito tramite una sua riconduzione alle ben più ampie e pervasive autorizzazioni statutarie dell'art. 2364, comma 1, n. 5, c.c. (aventi la funzione di rimuovere un limite ai poteri degli amministratori), secondo un sillogismo che richiama alla mente l'antica *regula juris* «plus semper in se continet quod est minus». Tale modo di argomentare richiederebbe inevitabilmente di transitare per un esercizio dell'autonomia privata.

⁽⁹³⁾ Salvo ipotizzare iniziative dei soci, su cui *infra*, § 6.

⁽⁹⁴⁾ Problema che si era posto con riferimento a operazioni di gestione particolarmente incisive e idonee a mutare la struttura industriale e finanziaria della compagine oppure a comportare dei rischi economici atipici. Si v. ABBADESSA, MIRONE, (nt. 67), 287.

intesa come interessi degli *stakeholder* a danno del profitto, percorso che è da escludere, in assenza di un intervento del legislatore ⁽⁹⁵⁾.

Infine, considerando il ruolo dell'autonomia statutaria, questo potrebbe rappresentare la via per attribuire la doverosità di procedere alle operazioni di voto consultivo da parte degli amministratori. Inoltre, la clausola potrebbe garantire stabilità e ciclicità al meccanismo, ma verosimilmente dovrebbe essere circoscritta al clima, non essendo ammissibile un generale sindacato anche consultivo degli azionisti sulla gestione ⁽⁹⁶⁾.

6. Configurabilità di un diritto di voto consultivo degli azionisti in materia di climate change?

Sinora è stata considerata l'ipotesi nella quale sia il consiglio di amministrazione ad assumere l'iniziativa, convocando l'assemblea per l'esercizio del voto consultivo degli azionisti sulle strategie climatiche ⁽⁹⁷⁾, normalmente sottoponendo agli azionisti un piano d'azione in materia. Resta però centrale comprendere, per tutti quei casi in cui l'organo gestorio non si faccia promotore di questo voto, se nel modello legale sia consentito agli azionisti assumere direttamente tale iniziativa e quindi possa configurarsi un loro *diritto* di voto consultivo in tali ambiti.

La questione non è solo teorica, visto che le esperienze di altri Paesi dimostrano come nell'ultimo triennio le proposte degli stessi azionisti che sono giunte alle votazioni consultive dell'assemblea costituiscono un numero crescente ⁽⁹⁸⁾ in cui sono stati gli stessi azionisti a presentare proposte in materia climatica, chiedendo la convocazione dell'assemblea per esprimere un voto consultivo ⁽⁹⁹⁾. È bene precisare che il contenuto delle proposte può variamente articolarsi e in particolare si sostanzia nella definizione di ambiziosi obiettivi di riduzione delle emissioni di gas a effetto serra allineati all'accordo di Parigi, nel miglioramento dell'informazione relativa alle emissioni, compresi i dati sulle emissioni dello

⁽⁹⁵⁾ Come si è visto *supra*, § 2.1. Aggiungasi poi che neppure risulta plausibile un'applicazione analogica dell'art. 123-ter t.u.f.

⁽⁹⁶⁾ È per questa ragione che nel modello legale è opportuno sostenere l'inconfigurabilità di un *dovere* degli amministratori di dar seguito alla convocazione assembleare oppure all'integrazione dell'ordine del giorno relativamente a proposte di deliberazioni consultive.

⁽⁹⁷⁾ Come nei casi di Mundys s.p.a. e probabilmente di Eni s.p.a. (*supra*, nt. 7).

⁽⁹⁸⁾ In particolare, tale evoluzione è ben descritta anche graficamente nel *report* redatto da Institutional Shareholder Services: ISS, *The Rise of Say on Climate Proposals*, 2022, disponibile su www.isscorporatesolutions.com. Fino al 2022 anche i livelli di *sostegno* alle proposte degli azionisti legate al clima erano in costante aumento e la spiegazione di questa riduzione potrebbe inquadrarsi quale conseguenza di un aumento delle proposte che alcuni azionisti hanno ritenuto in contrasto con i propri interessi economici. Si v. BLACKROCK, *2022 climate-related shareholder proposals more prescriptive than 2021*, *Investment Stewardship. Commentary*, maggio 2022, disponibile su www.blackrock.com.

⁽⁹⁹⁾ Per riferimenti più ampi si v. ASSONIME, (nt. 6), 1 ss.

scope 3, e nell'adozione di determinate politiche volte ad affrontare i problemi del cambiamento climatico ⁽¹⁰⁰⁾.

La soluzione della questione richiede di richiamare, in senso non preclusivo, tutte le valutazioni già svolte con riferimento all'art. 2380-*bis*, comma 1, c.c., così come quelle sull'art. 2364 c.c. Vi sono però dei profili ulteriori e diversi che a questo riguardo devono essere considerati, vale a dire i limiti previsti nel nostro ordinamento dalla disciplina degli istituti della convocazione assembleare da parte della minoranza ovvero dell'integrazione dell'ordine del giorno, nonché la natura stessa del parere. Da ultimo, ci si dovrà anche chiedere se risulti necessaria e legittima una previsione pattizia al riguardo.

Quanto alla questione relativa alla convocazione dell'assemblea non pare possa farsi riferimento in senso ostativo alla disciplina prevista per la convocazione su richiesta degli azionisti ⁽¹⁰¹⁾ ex art. 2367, ultimo comma, c.c., che preclude la convocazione qualora abbia ad oggetto «argomenti sui quali l'assemblea delibera, a norma di legge, su proposta dell'organo di amministrazione o sulla base di un progetto o di una relazione da essi predisposta» diversa da quelle di cui all'art. 125-*ter*, comma 1, t.u.f. ⁽¹⁰²⁾ (corsivo aggiunto) ⁽¹⁰³⁾.

Un argomento a conforto di questa conclusione può essere tratto dal fatto che, come visto nel caso di specie, possono essere anche gli azionisti a presentare degli obiettivi di riduzione delle emissioni e dei programmi se non dei veri e propri piani climatici; inoltre, anche ove il piano fosse presentato dagli amministratori mancherebbe la «norma di legge» che attribuisce agli azionisti di minoranza un diritto di voto consultivo e quindi la predetta disposizione non potrebbe

⁽¹⁰⁰⁾ Si richiamano i riferimenti bibliografici delle due precedenti note. L'individuazione degli obiettivi in forma di proposta su queste materie (e quindi i piani climatici o comunque i *climate document* a essi assimilabili) non è rimessa esclusivamente agli amministratori. Il contenuto della proposta potrebbe anche avere ad oggetto la *disclosure* di certe informazioni sull'ambiente o la spiegazione del modo in cui la società si allinea all'obiettivo di limitare il riscaldamento globale in ossequio agli accordi internazionali: si cfr. la casistica individuata da HART, ZINGALES, (nt. 19), 196 s. Anche la richiesta di sottoporre una decisione sul *say on climate* nelle successive assemblee dovrebbe ritenersi legittima.

⁽¹⁰¹⁾ Diversamente orientato, seppure nell'ambito di una più generale trattazione sulle deliberazioni assembleari consultive risalente a un periodo nel quale il problema del *say on climate* non si era ancora posto, pare essere MAUGERI, *Commento all'art. 2364 c.c.*, (nt. 59), 1426 ss.

⁽¹⁰²⁾ Tale principio è analogamente dettato anche dall'art. 126-*bis*, comma 3, t.u.f. relativo all'integrazione dell'ordine del giorno.

⁽¹⁰³⁾ In senso conforme si v. ABBADESSA, MIRONE, (nt. 67), 288, con la precisazione che non è ammessa l'espressione da parte dell'assemblea di raccomandazioni, ove non ricorra una connessione con materie poste all'ordine del giorno. In senso differente, ma su profilo in parte non sovrapponibile a quello di interesse, si v. CALANDRA BUONAURA, (nt. 75), 537, secondo cui «la riforma del 2003 con l'introduzione dell'art. 2364, comma 1, n. 5, c.c. ha precluso ai soci ogni potere di iniziativa»; LIBONATI, (nt. 80), 463 ss., oltreché, seppure nell'economia di un più ampio ragionamento volto a dimostrare l'ammissibilità delle deliberazioni consultive nei casi non previsti dalla legge, MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari*, (nt. 59), 159 s.

trovare applicazione ⁽¹⁰⁴⁾. Quest'ultimo argomento letterale, in relazione al vanto di legittimità del *say on climate* su iniziativa degli azionisti, merita di essere valorizzato ⁽¹⁰⁵⁾.

In secondo luogo, deve escludersi la possibilità di ricorrere all'integrazione dell'ordine del giorno *ex art. 126-bis t.u.f.* da parte degli azionisti che vogliano proporre il voto consultivo, in tutti quei casi in cui la materia del clima non sia già stata posta all'ordine del giorno dagli amministratori, perché non rientrerebbe nella nozione di «proposte di deliberazione su materie già all'ordine del giorno» ⁽¹⁰⁶⁾, il che pare francamente difficile proprio perché si tratta di una materia gestoria e per sottoporla agli azionisti sarebbe necessario il voto consultivo.

Non appare idoneo a far cambiare le conclusioni raggiunte il rilievo sulla natura del parere, che, in base al diritto amministrativo ⁽¹⁰⁷⁾, nonché alla «natura delle cose» ⁽¹⁰⁸⁾, è un atto *richiesto* dall'organo che deve assumere la decisione e

⁽¹⁰⁴⁾ Recentemente si pone in termini dubitativi il problema della legittimazione dei soci *ex art. 2367 c.c.* a richiedere la convocazione di un'apposita assemblea su temi ambientali o sociali (in cui poter esprimere un voto consultivo), secondo il modello statunitense delle *shareholder proposals*, anche MAUGERI, (nt. 14), 1365, nt. 56. La dottrina tedesca ha fornito soluzione negativa: si v. LANGENBUCHER, *Kommunikation als Governance-Instrument in der börsennotierten Aktiengesellschaft*, in *ZHR*, 2021, 422, nonché, in precedenza e con riferimento più generale all'illegittimità di delibere consultive non sollecitate, FLEISCHER, *Konsultative Hauptversammlungsbeschlüsse im Aktienrecht - Rechtsdogmatik, Rechtsvergleichung, Rechtspolitik*, in *AG*, 2010, 689 s. La soluzione e le sue motivazioni sembrano però da condividere, nell'ordinamento italiano, solo per i voti consultivi su materie codificate, ossia sulle quali per legge l'assemblea si pronuncia in base a un progetto degli amministratori.

Resta il problema che ove l'iniziativa degli azionisti si basi sull'approvazione di un piano tramite un voto da svolgersi nella convocanda assemblea (e quindi *una tantum*), la proposta debba correderci anche di un piano climatico o della documentazione ad esso assimilabile, ovvero con l'indicazione di *target* da perseguire, essendo evidente che in assenza del medesimo gli azionisti non potrebbero votare nulla e che viceversa, in mancanza di disposizione statutarie, gli amministratori non potrebbero dirsi vincolati a predisporre alcun piano nel breve spazio temporale consentito dalla convocazione assembleare. Questo vale per tutte quelle proposte che non abbiano ad oggetto modificazioni statutarie volte a prevedere una clausola sull'obbligatorietà di svolgere un voto consultivo ciclico, né di sottoporre una decisione sul *say on climate* alle successive assemblee, o ancora semplici richieste di *disclosure*). Questo può essere un elemento nel senso dell'utilità di intervenire per via statutaria, con la previsione di un voto ciclico, cosicché i gestori siano tenuti a predisporre il piano, poi oggetto di voto assembleare.

⁽¹⁰⁵⁾ Nonostante nessun commentatore, almeno a quanto consta, lo abbia evidenziato, probabilmente perché è il voto consultivo su materie non codificate che lo rende utilizzabile, altrimenti si trattava di una precisazione pleonastica oppure da giustapporre alle ipotesi di fonte statutaria.

⁽¹⁰⁶⁾ Né si potrebbe parlare di «integrazione dell'elenco delle materie da trattare, indicando nella domanda gli ulteriori argomenti».

⁽¹⁰⁷⁾ Si tratta di una tesi che potrebbe trovare fondamento negli approdi cui è giunto il diritto amministrativo, che inquadra il parere alla stregua di un atto "a sollecitazione necessaria" e individua quale suo presupposto giuridico la richiesta del soggetto che voglia avvalersene. Così, *ex multis*, FRANCHINI, *Il parere nel diritto amministrativo*, Milano, Giuffrè, 1944, 28, G. GHETTI, *La consulenza amministrativa*, Padova, Cedam, 1974, 41 s.

⁽¹⁰⁸⁾ Si cfr. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, I, 5 ed., Milano, Vallardi, 1922, 68 ss.

non invece a iniziativa di chi lo rende. Anche se trattandosi di contesti profondamente differenti questa interpretazione così stringente parrebbe eccessiva.

7. *I profili di potenziale rischio del fenomeno.*

L'analisi può essere completata con un succinto richiamo ai profili di potenziale pericolosità sottesi al voto consultivo.

Il primo attiene all'aumento del contenzioso che potrebbe eventualmente derivare dalla tipologia di deliberazioni assembleari in oggetto. A livello di impostazione del problema si crede necessario distinguere due differenti profili ancorché collegati, così da evidenziare come la soluzione relativa al primo non necessariamente conduca a soluzioni di segno obbligato sul secondo, ossia: (i) l'idoneità del voto consultivo a dare luogo ad atti deliberativi ⁽¹⁰⁹⁾; (ii) il profilo dell'applicabilità dei rimedi invalidatori ai sensi degli artt. 2377 ss. c.c.

Ora, se è evidente che l'esclusione della natura di deliberazione di un certo atto preclude in radice l'applicabilità delle norme speciali in punto di invalidità, non può *de plano* dirsi corretto che dalla qualificazione dell'atto come fenomeno deliberativo discenda *ex se* l'applicabilità in concreto del regime di invalidità, trattandosi di un profilo che resta tutto da verificare, in quanto potrebbero esservi degli elementi anche "esterni" (quali ad esempio la carenza di interesse ad agire) che rendono inammissibile la relativa azione.

È pur vero che, da par suo, il legislatore non distingue e non limita la disciplina dell'invalidità a certe tipologie di delibere (aventi cioè una caratterizzazione tipica sul piano degli effetti verso gli amministratori e quindi della capacità di generare vincoli), ma vi è una circostanza che se adeguatamente considerata e valorizzata finisce per porsi in aperto e tendenzialmente insanabile contrasto con l'invalidità delle delibere consiliari.

In questo senso, la dichiarazione di invalidità sarebbe verosimilmente un atto inutile e quindi carente di interesse ad agire, siccome incompatibile con il regime degli effetti che l'art. 2377, comma 7, c.c. ⁽¹¹⁰⁾ detta per la deliberazione invalida (che, come è noto, vuole l'annullamento della delibera efficace rispetto a tutti i soci, obbligando gli amministratori a prendere i conseguenti provvedimenti). È però chiaro che non potrebbero prodursi effetti riflessi sulla delibera consiliare esecutiva, ad esempio quella di realizzazione del *climate action plan*, proprio perché non caratterizzati da vincolatività e obbligatorietà, con l'impossibilità di dimostrare che siano dovuti (e in quale misura) al voto consultivo e che per questo gli amministratori non sarebbero obbligati, ma neppure legittimati a

⁽¹⁰⁹⁾ *Supra*, § 5. Si v. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari*, (nt. 59), 153, ma, *contra*, BERTOLOTTI, (nt. 85), 30 s.

⁽¹¹⁰⁾ Applicabile trasversalmente alle ipotesi di annullabilità, così come a quelle di nullità (arg. *ex art.* 2379, ult. comma, c.c.).

porre in essere alcuna condotta per eliminare gli effetti di eventuali esecuzioni già poste in essere ⁽¹¹¹⁾.

Il ragionamento da ultimo svolto postula l'ipotesi in cui gli amministratori abbiano dato esecuzione al piano climatico come risultante da delibera assembleare consultiva, ma è estensibile anche al caso opposto in cui i gestori, fornendo una motivazione nel merito, si siano discostati dal risultato negativo della delibera consultiva contraria al loro piano, perché, anche laddove vi fossero violazioni di legge o statuto resterebbe ferma la mancanza di interesse all'azione, in quanto è assente il necessario collegamento tra i due atti, visto che già in origine la delibera consultiva di bocciatura lasciava liberi gli amministratori di discostarsi con motivazione adeguata, sicché anche la rimozione della delibera non cambierà nulla ⁽¹¹²⁾.

Altra problematica, solamente apparente, potrebbe essere quella dei riflessi in ordine alla responsabilità degli amministratori, visto che nel nostro ordinamento è proprio il carattere non vincolante della delibera che impedisce di invocare esoneri di responsabilità, traslando i rischi sugli azionisti ⁽¹¹³⁾.

Vi è poi la questione di disciplinare l'impatto del voto non vincolante in ordine alla politica ambientale sui doveri fiduciari degli amministratori, in particolare ove si registri un dissenso significativo dell'assemblea ⁽¹¹⁴⁾. Si tratta di aspetti che non hanno delle ricadute immediate, proprio perché vi è il rischio di inserire ulteriori elementi di complessità e rigidità del sistema da cui le società possono essere tentate di sfuggire, recuperando un margine di flessibilità, così

⁽¹¹¹⁾ Inoltre, vi è da considerare che l'obbligo di conformazione degli amministratori assurge a *condicio sine qua non* per l'applicazione della disciplina sull'invalidità dei deliberati assembleari, come risulta dall'art. 2377, comma 7, c.c. Anche MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari*, (nt. 59), 145, fa un minimo accenno a questo profilo evidenziando che «la apparente mancanza di un qualsivoglia profilo effettuale finirebbe con il rendere superflua, se non inammissibile, una azione volta ad ottenere una statuizione giudiziale di invalidità degli esiti del voto ai sensi degli artt. 2377-2379 c.c. E da tale conclusione [...] potrebbe logicamente derivarsi l'inferenza secondo cui il voto consultivo non è idoneo a completare una vicenda procedimentale propriamente "deliberativa", poiché tale vicenda esige pur sempre [...] la capacità di alterare la situazione giuridica preesistente e di sorreggere, dunque, l'attivazione di un rimedio, come il mezzo demolitorio dell'impugnazione, che si indirizza immediatamente al ripristino di quella situazione in ragione dell'obbligo imposto agli amministratori dall'art. 2377, 7° comma, c.c.». Tali considerazioni cedono poi posto ad altre di segno differente.

⁽¹¹²⁾ Si aggiunge che è stato scritto che nell'ipotesi in cui gli amministratori abbiano disatteso il voto assembleare questa condotta sarebbe sinonimo di sfiducia e potrebbe portare alla sussistenza di un interesse ad agire, poiché ciò sarebbe una giusta causa di revoca, privando quindi gli amministratori del risarcimento dei danni. Di questo avviso sono RABITTI, SPATOLA, (nt. 63), 1704 ss. In senso differente depone probabilmente il rilievo che per fondare una giusta causa di revoca non è sufficiente fare riferimento al voto consultivo sfavorevole, ma occorre analiticamente motivare la revoca sulla base di condotte gestorie inappropriate.

⁽¹¹³⁾ Il problema è stato sollevato da GALLOWAY, *Policy Insights: Say on Climate*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 8 giugno 2022, disponibile su www.corpgov.law.harvard.edu.

⁽¹¹⁴⁾ Sembra doversi escludere una giusta causa di revoca dei gestori (*supra*, nt. 112).

come accaduto per il *say on pay*, prevedendo la possibilità di una deroga rispetto ai criteri approvati ⁽¹¹⁵⁾.

L'esame dei profili di rischio del voto consultivo relativamente alla sostenibilità non può che concludersi accennando a un profilo estremamente complesso e centrale ai fini dell'effettiva implementazione del *say on climate*, come del *say on pay*, quest'ultimo ove la parte variabile delle retribuzioni venga connessa alla *performance* sostenibile delle società. Si tratta della conoscibilità da parte degli azionisti delle materie sulle quali sono chiamati (o chiedono di) esprimere il voto, un tema che si collega inscindibilmente a quello dell'individuazione delle caratteristiche che l'informazione di sostenibilità dovrebbe avere affinché l'assemblea possa comprendere ciò su cui si pronuncia, nonostante l'ampia tecnicità che la materia inevitabilmente presenta. Pur non essendo questa la sede per esaminare un profilo così complesso e ricco di risvolti anche e soprattutto non giuridici, si svolgono alcune considerazioni fondamentali.

In questo ambito sono significative le *guidelines* degli investitori istituzionali e dei *proxy advisor* ⁽¹¹⁶⁾, nelle quali normalmente si raccomanda in generale un approccio *case-by-case* sulle proposte degli amministratori che richiedono agli azionisti di approvare un piano d'azione per la transizione climatica della società, tenendo conto della completezza e del rigore dello stesso. Le informazioni da considerare, ove disponibili, ai fini della decisione se votare favorevolmente vertono, su un *set* di criteri complessi, tra i quali la misura in cui le informazioni relative al clima sono coerenti con le raccomandazioni della *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (IOSCO) e soddisfano altri *standard* di mercato; la piena *disclosure* sui tre *step* relativa all'emissione dei gas effetto serra e cioè gli *scopes 1, 2*, nonché, ove rilevante, *3* e via seguitando.

Come si può notare da questi sintetici riferimenti, ad essere centrali sono la misurabilità, la comparabilità e la trasparenza dei dati da comunicare agli azionisti. A questo proposito è significativa l'istituzione nel novembre 2021 da parte della Fondazione IFRS dell'*International Sustainability Standards Board* (ISSB), che si iscrive in quel processo di armonizzazione volto alla creazione di *standard* comuni e rappresenta anche la necessità di considerare i collegamenti tra informazione non finanziaria, o meglio di sostenibilità, e bilanci ⁽¹¹⁷⁾.

Volendo trarre da questi primi spunti dei corollari giuridici e ipotizzare qualche intervento, è difficile prospettare un'azione a livello di normativa primaria visto che con ogni probabilità la legislazione non riuscirebbe a stare al passo con la rapida evoluzione scientifica di questi settori, il che rende favorita la via

⁽¹¹⁵⁾ Si cfr. ASSONIME, *Il ruolo dell'assemblea: say on pay, say on climate*, *Interventi*, n. 6, 2022, 1 ss.

⁽¹¹⁶⁾ Si v. ad esempio ISS (Continental Europe), *Proxy Voting Guidelines Benchmark Policy Recommendations*, 13 dicembre 2022, disponibili su www.issgovernance.com.

⁽¹¹⁷⁾ In questo senso si orienta STRAMPELLI, (nt. 34), 161 s.

maggiormente flessibile dell'autoregolamentazione per cogliere un punto di equilibrio nella forma della *disclosure* di sostenibilità, bilanciando narrazione e quantificazione, in modo da rendere il più possibile intelligibili le informazioni anche da parte degli investitori.

In questa direzione, potrà certamente svolgere un ruolo centrale anche la composizione in senso interdisciplinare del *board* e dei comitati consiliari, con soggetti che siano in grado di cogliere questi aspetti nella loro dimensione operativa facendo da raccordo con gli azionisti e spiegando loro le varie implicazioni ⁽¹¹⁸⁾.

8. Note finali: la concezione multifattoriale e sinergica della governance contro il pendolarismo verso lo shareholderism.

La ricostruzione della funzione che l'assemblea degli azionisti può svolgere per favorire la transizione verso una *corporate governance* sostenibile ha consentito di porre in luce la necessità di ripensare e rivalutare l'istituto del voto consultivo, che, soprattutto a seguito della riforma del 2003, sembrava essersi ancor più marginalizzato sia a livello scientifico ⁽¹¹⁹⁾, atteso che veniva studiato pressoché esclusivamente con riferimento alle poche ipotesi tipizzate dal legislatore, che applicativo ⁽¹²⁰⁾. Le ragioni di questo andamento sono con buona probabilità da rintracciare, come si è visto, in alcune scelte del legislatore non particolarmente felici, che ne hanno reso incerto l'utilizzo.

L'importanza delle delibere consultive è da ricondursi alla loro capacità di assolvere un fondamentale ruolo negli assetti di governo, soprattutto a livello di interorganico e segnatamente tra *board* e base sociale, recuperando significativi spazi assembleari e valorizzando la funzione informativa e di trasparenza sul contenuto delle decisioni e non soltanto quella di formazione delle stesse. Si tratta di uno strumento che, dando luogo a occasioni di confronto con gli amministratori, ben può assolvere alla funzione di favorire un allineamento (facoltativo, ma

⁽¹¹⁸⁾ Sull'importanza dell'approccio interdisciplinare si rinvia allo studio di VELLA, *Il pericolo di un'unica storia: il diritto (commerciale) e le nuove frontiere dell'interdisciplinarietà*, in *Orizz. dir. comm.*, 2021, 724 ss.

⁽¹¹⁹⁾ Basti pensare che in Italia esiste soltanto un saggio interamente dedicato al tema e ormai datato: *supra*, nt. 59.

⁽¹²⁰⁾ Alcuni autori, facendo leva sull'art. 2380-bis, comma 1, c.c., ritenevano ormai operativamente tramontata la funzione di consentire scarichi di responsabilità verso la società (invece diffusi nel previgente sistema di approvazione assembleare), il che avrebbe privato di senso le richieste di supporto presso i soci, perché avrebbero potuto essere solo consultive. Di questo avviso erano CAMPOBASSO, *Manuale di Diritto commerciale*, Torino, Utet, 2003, 227; GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di dir. comm. e dir. pubb. Econ.*, Padova, Cedam, 2006, 337 ss.

dotato di una certa *moral suasion*) ⁽¹²¹⁾ dell'agire gestorio ⁽¹²²⁾ verso le aspettative dei soci, soprattutto in quei settori, tra cui appunto quello dei fattori ESG, in cui potrebbe paventarsi il rischio di una deviazione dall'interesse sociale. In altri termini, la funzione è quella di informarsi e informare, senza però vincolare il consiglio di amministrazione. Questo in controtendenza rispetto alla prassi che si attesta ampiamente su scambi informativi in regime di *disclosure* non paritaria.

Dentro l'ampia cornice dei problemi di fondo determinati dal perseguimento degli obiettivi di sostenibilità nell'ambito di un diritto societario tradizionalmente improntato a ben altri paradigmi, con la necessità quindi di ricercare nel "lucro sostenibile" una lettura non totalmente incompatibile, si è cercato di dimostrare come l'utilizzo dello strumento consultivo sia consentito anche nel modello legale, fornendo una lettura alternativa, quanto a motivazioni, rispetto allo stato dell'arte, pur senza tralasciare l'esame dei limiti e delle utilità derivanti dal ricorso a clausole statutarie. È stata evidenziata anche la rilevanza della distinzione tra l'ipotesi di iniziativa degli amministratori e quella degli azionisti, verificando l'esistenza di spazi per configurare un diritto di voto consultivo.

In sintesi, si può trarre la conclusione in base alla quale, con ogni probabilità, sarebbe votato all'insuccesso un sistema di *corporate governance* che, in omaggio a una lettura "distorta" della riserva esclusiva di competenza gestoria e della stretta tipicità delle materie assembleari, affidasse al solo organo amministrativo l'individuazione e il perseguimento di tematiche che si potrebbero definire a struttura complessa, quali appunto quelle dello sviluppo sostenibile, che involgono una pluralità di interessi talvolta contrastanti con quello sociale ⁽¹²³⁾. In questo senso, si è cercato di spiegare che forme di "condivisione" non vincolanti non integrano esercizio di potere gestorio e perciò sono oltretutto legittime, anche

⁽¹²¹⁾ Effetto finalizzato a evitare danni di immagine per gli stessi amministratori. In via generale si v. SKEEL Jr, *Shaming in Corporate Law*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 149, 2001, 1833; relativamente ai voti consultivi, CARIELLO, *Operazioni con parti correlate e sistema dualistico*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 203, nt. 49; MYERS, *The Perils of Shareholder Voting on Executive Compensation*, in *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 36, No. 2, 2011, 434 ss.; GANOR, *Why Do Managers Dismantle Staggered Boards?*, in *33 Del. J. Corp. L.* (2008), 156. Di differente avviso è però BEBCHUCK, *The Case of Increasing Shareholder Power*, in *118 Harv. L. Rev. F.* (2005), 854 s.

⁽¹²²⁾ Sulla funzione informativa della discussione assembleare si v. F. PASQUARIELLO, *Commento agli artt. 2364-2366 c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, Padova, Cedam, 2005, I, 438 e 446, nonché CALANDRA BUONAURA, (nt. 75), 540.

⁽¹²³⁾ Per superare questo problema determinato in sostanza dallo scopo sociale alcuni studiosi hanno prospettato di utilizzare delle «green pills», ossia delle vie contrattuali alternative, quali ad esempio i *Sustainable-Linked Bonds*, che traslerrebbero sugli obbligazionisti gli oneri per il passaggio verso uno sviluppo sostenibile. Si v. ARMOUR, ENRIQUES, WETZER, *Green Pills: Making Corporate Climate Commitments Credible*, in *ECGI Law Working Paper*, N° 657, 2022. Tale soluzione, pur essendo sicuramente importante, sembra però avere carattere provvisorio e che il sistema in generale non possa affidarsi esclusivamente sulla stessa per il raggiungimento effettivo degli obiettivi di sostenibilità. In senso analogo si v. POVILONIS, *Contracting for ESG: Sustainability-Linked Bonds and a New Investor Paradigm*, in *The Business Lawyer*, Vol. 77, 2022, 625 ss.

importanti proprio per evitare l'isolamento degli amministratori immancabilmente destinato a privilegiare una visione *short term*.

Ma vi è di più. In tale contesto anche il miglioramento della qualità e quindi della comprensibilità dell'informazione non finanziaria, costituisce un altro tassello da integrare in questo articolato sistema che conduce al raggiungimento degli obiettivi *ESG*, considerato che le politiche di sostenibilità saranno "sostenibili" soltanto ove la società sia in grado di misurare e così comunicare agli azionisti e al mercato lo specifico valore che la realizzazione di queste politiche ha creato a favore degli investitori ⁽¹²⁴⁾. Altrimenti detto, nella "metamorfosi" del governo societario verso lo sviluppo sostenibile ⁽¹²⁵⁾, il rapporto tra i visti fattori (assemblea, organo di amministrazione e trasparenza nei rapporti tra i due) non dovrebbe essere ricostruito in termini idiosincratici, atteso che tutte le componenti rivestono un ruolo decisivo, ove operanti in sinergia con le altre.

In conclusione, seppure con tutte le riserve date dalla questione dell'informazione di cui gli azionisti devono disporre per assumere decisioni consapevoli, il voto consultivo può rappresentare un modello per incentivare gli amministratori a perseguire la sostenibilità, considerato che in un contesto legislativo incerto il rischio di incorrere in responsabilità risarcitorie disincentiva fortemente il perseguimento di scelte in ottica *ESG*. Anche il ruolo degli investitori istituzionali ne uscirebbe rafforzato, limitando per certi aspetti i dialoghi selettivi, le cui problematiche potrebbero talvolta finire per sfavorire l'*engagement*.

Tutto questo è importante affinché non si verifichi ancora un volta, come i corsi e ricorsi della storia insegnano, il moto contrario del pendolarismo della *governance* verso lo *shareholderism*, perché la via dello *stakeholdersim* non ha condotto ai risultati sperati ⁽¹²⁶⁾. Ciò consentirebbe altresì di evitare che la sostenibilità, e così la relativa disciplina giuridica, a qualunque livello intervenga, resti una manifestazione di mera "facciata", integrando quel «gioco delle regole» ⁽¹²⁷⁾ già da lungo tempo ampiamente stigmatizzato.

⁽¹²⁴⁾ STRAMPELLI, (nt. 34), 146.

⁽¹²⁵⁾ Sulle divergenze nella politica legislativa europea si v. STRAMPELLI, *La strategia dell'Unione europea per il capitalismo sostenibile: l'oscillazione del pendolo tra amministratori, soci e stakeholders*, in *Riv. soc.*, 2021, 368 ss.; GENOVESE, *La "sustainable corporate governance" delle società quotate. Note introduttive*, in *Riv. Corporate Governance*, 2022, 108 ss.

⁽¹²⁶⁾ GILSON, MILHAUPT, *Shifting Influences on Corporate Governance: Capital Market Completeness and Policy Channeling*, in *ECGI Law Working Paper*, N° 546, 2020, disponibile su www.ssrn.com, i quali richiamano HIRSCHMAN, *Shifting Involvements: Private Interest and Public Action*, Princeton, Princeton University Press, 2002. Si cfr. anche HILL, *Corporations, Directors' Duties and the Public/Private Divide*, in *ECGI Working Paper*, N° 539, 2020, disponibile su www.ecgi.global; PWC, *The swinging pendulum: Board governance in the age of shareholder empowerment*, consultabile su www.pwc.com, Sezione Publications, ottobre 2016, 1 s.

⁽¹²⁷⁾ L'evocativa locuzione è di G. ROSSI, *Il gioco delle regole*, Milano, Adelphi, 2006.

Abstract

Public companies undoubtedly represent the main players in the transition towards sustainable capitalism through the definition of new green business models. Although the implementation of ESG factors strictly concerns corporate strategy, it does not appear certain that the board of directors can play an exclusive role in this context, as demonstrated by the considerable activism of shareholders on environmental issues at an international level, so much so that in various cases a vote on climate policies took place. Accordingly, the essay aims to investigate the role of the shareholders' meeting in this area, starting from the framework of the phenomenon in causal terms and then analyzing the evolution of this meeting, which is followed by the identification of a common backbone between say on pay and say on climate. The heart of this paper consists of an original and in-depth reconstructive analysis of the general theory of company law aimed at verifying the compatibility of the say on climate with respect to top principles and, then, at understanding whether it is permissible to introduce consultative or binding votes, both in relation to the legal model and by amendments to the company's articles of association, also verifying the existence of an advisory voting right of the shareholders. The analysis closes with the mapping of the risks that this practice entails, proposing possible solutions. In conclusion, precatory resolutions are important, because they allow for the recovery of significant meeting spaces and thus enhance the information and transparency function in compliance with equal disclosure.