

## IL DIALOGO DEGLI AMMINISTRATORI CON GLI AZIONISTI DOPO IL CODICE DI CORPORATE GOVERNANCE

### *The Board's Dialogue with the Shareholders after the new Italian Corporate Governance*

*Code* – The new Italian Corporate Governance Code, approved in January 2020 (“Code”), recommends that «the board of directors of a listed company promotes dialogue with shareholders and other stakeholders which are relevant for the company, in the most appropriate way». (Art. 1, Principle IV). This article investigates whether, in the current regulatory framework and irrespective of the (non-binding) provisions of the Code, the directors of a listed company have a statutory duty to engage in a dialogue with their shareholders. The main argument to support the existence of a qualified “duty of dialogue” is based on the innovations introduced by Directive (EU) 2017/828 (so called “Shareholder Rights Directive II”) with respect to the role of institutional investors and asset managers. Such professional investors are required to interact with their investee companies (also through dialogue) and, in consideration of the “public interest” function that they are called to perform in the current European financial markets regulation, boards may be under a duty to “respond” to their concerns and address their queries, in the context of the general duty of care.

Moving from this background, the first part of the article explores the possible contexts where the board’s “duty of dialogue” may be implemented, i.e. with respect to management decisions, corporate governance and ESG matters. In the second part, relying on the preliminary experience of the Italian companies that have already implemented the “dialogue provision” in the Code, the article addresses certain organizational issues related to the board’s dialogue, including the adoption and content of ad hoc policies, the identification of directors involved in the decisions to open (or refuse) the discussion, the modalities for conducting the meetings, and for ensuring confidentiality of information shared and equal treatment of the generality of shareholders.

KEYWORDS: Listed Companies – Corporate governance – Engagement – Board of directors – Duty of Dialogue with Shareholders

SOMMARIO: 1. Il “dialogo” nel nuovo Codice di Corporate Governance. – 2. (*Segue*): le previsioni del Codice nel quadro di evoluzione delle interazioni tra amministratori e azionisti. – 3. Alla ricerca dei fondamenti di un “dovere di dialogo” degli amministratori. – 3.1. Assenza di norme di legge che codifichino un “dovere di dialogo” degli amministratori. – 3.2. Il potere di dialogo degli investitori professionali: dal “potere di fatto” al “potere dovere”. – 3.3. La posizione del consiglio di amministrazione rispetto al potere di dialogo degli investitori professionali. Gli ambiti del dialogo. – 3.3.1. Ambito strategico e gestorio. – 3.3.2. Ambiti di governo societario. – 3.3.3. Ambiti di responsabilità sociale dell’impresa. – 4. (*Segue*): investitori non professionali: il dialogo con la «generalità degli azionisti». – 4.1. Interlocuzioni con azionisti “rilevanti” (diversi dal socio di controllo). – 5. Alcuni profili di adempimento del “dovere” di dialogo. La funzione della “politica di gestione” e la competenza per la sua adozione. – 5.1. La conduzione degli incontri tra *board* e azionisti: fase di apertura. – 5.2. (*Segue*): i partecipanti al dialogo. – 5.3. (*Segue*): lo svolgimento del dialogo. Comunicazione di infor-

mazioni da parte dell'emittente, parità di trattamento e *accountability*. – 5.4. (*Segue*): la comunicazione di informazioni riservate. – 6. Dialoghi con non-soci e in particolare con i *proxy advisors*.

1. Il Codice di Corporate Governance, approvato dal Comitato per la Corporate Governance nel gennaio 2020<sup>1</sup>, dedica un “Principio” e una “Raccomandazione” al tema del dialogo tra società, azionisti e *stakeholders*.

Più precisamente, il Principio IV – collocato significativamente nell'art. 1 del Codice, dedicato al «ruolo dell'organo di amministrazione» delle società quotate – stabilisce che «[l]’organo di amministrazione promuove, nelle forme più opportune, il dialogo con gli azionisti e gli altri *stakeholder* rilevanti per la società». L'indicazione è accompagnata dalla Raccomandazione n. 3, la quale si concentra esclusivamente sul dialogo con «la generalità degli azionisti» (non è dunque declinato il tema delle interlocuzioni con altri *stakeholders*): si richiede all'organo amministrativo di adottare, «su proposta del presidente, formulata d'intesa con il *chief executive officer*», «una politica per la gestione del dialogo con la generalità degli azionisti, anche tenendo conto delle politiche di *engagement* adottate dagli investitori istituzionali e dai gestori di attivi». La medesima Raccomandazione si sofferma, poi, sulla informativa *ex post* che si richiede al presidente di «assicurare» nei confronti del *board*<sup>2</sup>: tale informativa è prevista «entro la prima riunione utile» e ha ad oggetto lo «sviluppo e [i] contenuti significativi del dialogo intervenuto con tutti gli azionisti».

Una previsione dedicata al dialogo con gli azionisti figurava anche nel previgente Codice di Autodisciplina (da ultimo, nella versione del luglio 2018), nel quadro delle norme dedicate ai “rapporti con gli azionisti” (Principio 9.P.2)<sup>3</sup>. E, se non mancano punti di contatto

---

(1) Di poi, anche solo *Codice*. Il Comitato per la Corporate Governance è quello costituito nel giugno del 2011 a opera di talune associazioni di impresa (ABI, ANIA, Assonime, Confindustria) e di investitori professionali (Assogestioni), nonché di Borsa Italiana S.p.A.. Il Codice di Corporate Governance è applicabile alle società quotate che lo adottano a partire dal primo esercizio che inizia successivamente al 31 dicembre 2020.

(2) Nel seguito del lavoro si farà riferimento, per semplicità espositiva, al consiglio di amministrazione proprio degli emittenti che adottano il modello tradizionale oppure quello monistico, dedicando solo alcuni cenni alle specificità del dualistico (cfr. nt. 78). Alla luce delle previsioni contenute nelle *Definizioni* del Codice, le raccomandazioni in commento sono applicabili al consiglio di sorveglianza (e al suo presidente).

(3) «Il consiglio di amministrazione si adopera per instaurare un dialogo continuativo con gli azionisti fondato sulla comprensione dei reciproci ruoli». Il commento

importanti – ad esempio, il costante riferimento alla *generalità* degli azionisti, su cui si tornerà in seguito – sono degne di rilievo alcune differenze tra la vecchia e la nuova previsione.

Anzitutto, il nuovo Codice allarga lo sguardo al dialogo con *stakeholders* diversi dagli azionisti; ambito sul quale non mi soffermerò in questa sede <sup>4</sup>, ma che evidenzia una compenetrazione, anche nelle interlocuzioni del *board*, tra interessi dei soci e interessi “altri”, in coerenza con i presupposti assiologici del «successo sostenibile» cui viene funzionalizzata l’attività dell’organo amministrativo <sup>5</sup>.

La nuova previsione, poi, si emancipa dal “momento” assembleare al quale era in precedenza agganciata: nel Codice, che dedica all’assemblea solo pochi cenni <sup>6</sup>, la promozione di interlocuzioni con gli azionisti non è concepita come preparatoria o funzionale rispetto a un “confronto” assembleare <sup>7</sup>. Piuttosto, si incoraggia un’apertura

---

al principio in questione recitava: «[i]l Comitato ritiene che sia nell’interesse degli emittenti instaurare un dialogo continuativo con la generalità degli azionisti e, in particolare, con gli investitori istituzionali, nel rispetto delle norme e procedure che disciplinano la divulgazione di informazioni privilegiate. // In tale contesto, l’assemblea dei soci rimane un’occasione importante di confronto tra azionisti ed amministratori».

(4) V. in argomento P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, p. 278; M. VENTORUZZO, *Il nuovo Codice di Corporate Governance 2020: le principali novità*, in *Società*, 2020, p. 442.

(5) Sul punto tornerò oltre, nella prospettiva del dialogo con gli investitori professionali, al par. 3.3.4.

(6) E tutti in relazione a proposte che l’organo amministrativo intenda sottoporre: v. ad es., in tema di governo societario, l’art. 1.III e le relative raccomandazioni.

(7) Confronto spesso solo teorico: anche nella attuale fase di rinnovato attivismo (in varie forme) degli investitori professionali, l’assemblea tende a ridursi a momento di espressione del voto (percorso addirittura obbligato per gli emittenti che, nelle ultime due stagioni, si sono avvalsi delle facoltà offerta dalla normativa emergenziale), mentre una fase dialettica è per lo più relegata all’iniziativa di azionisti “minimi” (in molti casi, disturbatori di assemblea) o al più portatori di *precatory proposals* (soprattutto in ambiti non finanziari) che però non possono trovare, nei tempi contingentati di svolgimento della riunione, concreto spazio di approfondimento o sviluppo. Sulla crisi dell’assemblea come momento di effettivo confronto tra le *constituencies* societarie, basti il rinvio a B. LIBONATI, *Il ruolo dell’assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 89. L. ENRIQUES, *Il ruolo del consiglio di amministrazione delle società quotate italiane nell’era della disruptive innovation*, in *Banca impr. soc.*, 2017, p. 17 s. Si v. inoltre, per prospettive di evoluzione normativa, il confronto tra M.S. SPOLIDORO, *Tersite in assemblea?*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 171 ss., da una parte, e M. NOTARI, *Diritti di voce degli azionisti e tutela delle minoranze*, in F. ANNUNZIATA (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, Milano, 2015, p. 268 ss.; e P. MONTALENTI, *Investitori istituzionali e gruppi di società: i flussi informativi*, in U. TOMBARI (a cura di), *Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, Torino, 2018, p. 82 s., dall’altra.

*continuativa* dell'organo amministrativo nei confronti della compagine sociale, in ambito prevalentemente extra-assembleare e in una logica di contatto più diretto con la sfera della gestione. Tale prospettiva di continuità giustifica la raccomandazione – anch'essa inedita – di adottare una vera e propria *politica* sul dialogo e, quindi, di formalizzare procedure e flussi informativi che consentano di “mappare”, gestire e tracciare le interlocuzioni (come vedremo, a vario livello, non solo consiliare) con gli azionisti nel tempo <sup>8</sup>.

Si registra, poi, una diversa consapevolezza rispetto agli interlocutori del *board*. In luogo del cenno agli «investitori istituzionali», contenuto nel previgente Codice di Autodisciplina, vi è ora l'invito a «tenere conto» delle politiche di *engagement* adottate dagli investitori istituzionali e dai gestori di attivi. Si evidenzia, dunque, una sorta di complementarità nelle “direzioni” del dialogo: la politica che presidia il “lato” del *board* non può che tener conto delle modalità e forme di interlocuzione adottate come *best practice* di quegli azionisti che, nell'impianto normativo vigente su scala europea, sono considerati interlocutori “privilegiati” delle società in cui investono <sup>9</sup>. Ciò, beninteso, senza creare simmetrie forzate tra le due diverse politiche, posto che «tenere conto» non vuol dire “adeguare” o “allineare” la politica del *board* a quella degli investitori professionali e alle esigenze di dialogo loro proprie <sup>10</sup>.

---

(8) Va osservato che il Codice raccomanda la *adozione* della politica di dialogo, ma non la sua *pubblicazione*: si richiede unicamente che la politica sia «descritta» nella relazione sul governo societario. Nel momento in cui si scrive, peraltro, sembra prevalere l'orientamento degli emittenti a pubblicare per intero le politiche di dialogo adottate (che sono in larga maggioranza documenti a sé stanti, solo in limitati casi incorporati nel regolamento del consiglio). Ciò fornisce il campione per una prima analisi delle soluzioni esplorate (campione però modesto, dato che le politiche disponibili sono 20 nel momento in cui questo lavoro viene licenziato in bozze – I 2021) I “Principles for listed Companies’ Dialogue with Investors” elaborati da Assonime e pubblicati con circolare n. 23 del 19 luglio 2021 (di seguito “Principles”) - di cui solo limitatamente si è potuto tenere conto ai fini del presente lavoro - raccomandano la pubblicazione della politica sul sito Internet della società (cfr. “Principle 1”).

(9) V. diffusamente al par. 3. In effetti, il Codice adotta qui le definizioni dell'art. 124-*quater* TUF, a loro volta introdotte in recepimento della Direttiva (UE) 2017/828 (c.d. II direttiva azionisti, o “SHRD II”). Secondo tale disciplina, sono «gestori di attivi», in sostanza, i gestori individuali e collettivi del risparmio, mentre sono «investitori istituzionali» le imprese di assicurazione e i fondi pensione. Nel seguito del presente lavoro, farò complessivamente riferimento a tali soggetti come «investitori professionali», evitando l'accezione generale di «investitori istituzionali» che, appunto, la normativa riferisce a un novero limitato di soggetti.

(10) Il punto è rilevato da P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice*, cit., p. 278.

Un'ulteriore sfumatura riguarda l'informazione: il Codice del 2018 richiama al rispetto delle norme sulla divulgazione delle informazioni privilegiate; nel Codice del 2020, invece, la preoccupazione per il problema della comunicazione selettiva di informazioni *price sensitive* lascia spazio al tema della informazione *endosocietaria*: l'attribuzione al presidente del ruolo di raccordo informativo in merito al dialogo intervenuto con gli azionisti è volta a evitare disallineamenti *all'inter-no* dell'organo amministrativo e a scongiurare la creazione di canali separati di interlocuzione tra singoli consiglieri di amministrazione e certi azionisti.

2. L'evoluzione descritta nella (auto)disciplina del “dialogo”<sup>11</sup> non è frutto di un adeguamento domestico delle *best practices* dei nostri emittenti, ma si iscrive in un quadro, europeo e globale, di mutamento rapido e non ancora consolidato della relazione tra azionisti e organo amministrativo<sup>12</sup>.

Come avrò modo di osservare più oltre, la disciplina positiva è ancora restia a codificare il (dovere di?) dialogo tra amministratori e

---

(11) “Dialogo” andrebbe indicato tra virgolette, posto che – come ricordato da A. ZOPPINI, *Informazione societaria e corporate governance: il dialogo tra l'organo di gestione e il socio di controllo*, in U. TOMBARI (a cura di), *Informazione societaria*, cit. p. 86 – «[i] dialoghi tra l'organo di gestione e il socio di controllo [...] non sono “comunicazioni tra persone che vogliono eliminare dissensi attraverso la reciproca comprensione delle altrui ragioni”, come il significato del lemma vorrebbe, ma hanno per solito un carattere molto ruvido e talora abrasivo». V. ad es. quanto osservato *infra*, a nt. 22.

(12) Ciò avviene, come noto, in un contesto di “ri-concentrazione” degli assetti proprietari delle società quotate (per effetto della partecipazione degli investitori istituzionali). Su tale tendenza – chiara ma non incontrastata: v. J.R. MACEY, *Securities Regulation as a Class Warfare*, in corso di pubblicazione su *Colu. Bus. L. Rev.*, 2021, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com) – basti qui il rinvio a R.J. GILSON-J.N. GORDON, *Agency Capitalism: Further Implications of Equity Intermediation*, in J.G. HILL-R.S. THOMAS (a cura di), *Research Handbook on Shareholder Power*, E. Elgar, Cheltenham, 2015, p. 32 ss.; J. FICHTNER E AA., *Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Reconcentration of Ownership, and New Financial Risk*, in 19 *Bus. & Pol.*, 2017, p. 298 ss.; J.G. HILL, *Good Activist/Bad Activist: The Rise of International Stewardship Codes*, in 41 *Seattle U. L. Rev.*, 2018, p. 497 ss. Con riferimento alla situazione italiana, cfr. il *Rapporto Consob sulla corporate governance delle società quotate italiane per il 2020*, presentato il 6 aprile 2021 e pubblicato sul sito istituzionale dell'Autorità, da cui risulta che gli investitori istituzionali detengono partecipazioni rilevanti in 67 società quotate italiane (il 27,4% del mercato); la partecipazione (rilevante) media è pari all'8,2% (cfr. *ivi*, p. 16 s.). Il dato è all'incirca stabile, con qualche oscillazione, nell'ultimo decennio. Più evidente il dato della partecipazione alle assemblee, dove gli investitori istituzionali esteri contano per il 29,3% del capitale rappresentato nelle assise annuali dei nostri emittenti (cfr. *ivi*, p. 58).

azionisti e a regolarne lo svolgimento<sup>13</sup>. Tuttavia, in tutti i principali ordinamenti, è da tempo percepita una *effettività* delle interazioni extra-assembleari fra *board* e investitori (specialmente professionali, e certo anche diversi dagli azionisti “di riferimento”); interazioni tanto episodiche quanto continuative, che possono essere avviate o proseguite su istanza sia dei soci sia degli stessi amministratori, con la finalità di accrescere la consapevolezza di questi ultimi sulle preferenze degli investitori e loro aspettative rispetto ai vari ambiti dell’attività e dell’organizzazione societaria. Anzi, a più ampio raggio, le attività c.d. di *investor relation* – poco studiate dalla dottrina ma da decenni coltivate dagli emittenti anche italiani – hanno raggiunto un grado di sviluppo e sofisticazione tali che il vero e proprio dialogo che interviene nell’ambito del consiglio di amministrazione rappresenta, oggi, la punta di un *iceberg* la cui base è costituita da un reticolo fitto di relazioni e comunicazioni con la base dei soci (attuali e prospettici)<sup>14</sup>.

Stando a recenti studi empirici condotti negli Stati Uniti, soltanto una esigua minoranza di emittenti (12%) dichiara che la società non è stata coinvolta in alcuna iniziativa di *engagement* (e quindi di interlocuzione)<sup>15</sup> promossa dai propri azionisti<sup>16</sup>; ed è poco più alta

(13) V. *infra*, par. 3.

(14) V. anche *infra*, par. 4.

(15) Come noto, “*engagement*” (così come “*stewardship*” e “*activism*”) – per lo più, anche se non sempre, riferiti all’attività degli investitori professionali – sono termini definiti in modo non univoco nella discussione internazionale. Secondo una ricostruzione cui è utile richiamarsi nel presente lavoro (cfr. L. BEBCHUK-S. HIRST, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, in 119 *Colum. L. Rev.*, 2019, p. 2044 ss.; S. ALVARO-M. MAUGERI-G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettive*, Quaderno giuridico Consob n. 19, 2019, disponibile sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it), p. 15 s.), il concetto di *stewardship* può essere ricondotto all’attività di monitoraggio promossa dagli investitori istituzionali nell’interesse dei propri clienti/investitori finali, mentre l’*engagement* rappresenterebbe una componente di tale attività, che racchiude iniziative, dialoghi e altri momenti di contatto tra soci ed emittenti. Un ulteriore sotto-insieme dell’*engagement* è l’attivismo, che connota la condotta di particolari tipologie di investitori, come gli *hedge funds*, i quali promuovono cambiamenti strutturali o dirompenti nella strategia e/o nella *governance* di emittenti ritenuti sotto-performanti. Una dimensione di “dialogo” accomuna tutti gli insiemi menzionati, rappresentando sia un mezzo di conoscenza e monitoraggio (*stewardship*) delle società partecipate, sia uno strumento volto a promuovere cambiamenti, più o meno marcati, nella loro *governance* (*engagement* e *activism*).

(16) M. GOLDSTEIN, *Defining Engagement: An Update on the Evolving Relationship Between Shareholders, Directors and Executives. A study conducted by Institutional Shareholder Services for the Investor Responsibility Research Center Institute*, 2014,

la percentuale di coloro che affermano di non aver “proattivamente” dato avvio ad attività di contatto con gli investitori<sup>17</sup>. Il coinvolgimento del *consiglio di amministrazione* nell’attività di *engagement* con i soci è dunque in costante crescita<sup>18</sup>. Tale evidenza è particolarmente significativa negli emittenti che operano nel settore finanziario: una percentuale ragguardevole di essi (46,2%) conferma che, nella maggior parte dei casi, gli incontri tra amministratori e investitori si sono svolti su iniziativa del *board*; al riguardo, può sembrare quasi paradossale che taluni consiglieri di amministrazione intervistati addirittura si ritrovino a lamentare la mancanza di tempo e di competenze dei loro interlocutori nei momenti di confronto<sup>19</sup>.

Simili evidenze sono disponibili anche in Italia, sebbene sulla base di campioni più esigui e – per quanto consta – raccolti soltanto “dal lato” degli investitori<sup>20</sup>. Fra i dati meritevoli di attenzione, vi è il fatto che, ad esempio, gli «incontri su specifiche esigenze» costituiscono una modalità di *engagement* altrettanto frequente quanto la partecipazione alle assemblee o l’analisi dei documenti pubblici<sup>21</sup>. Abbiamo poi ri-

---

disponibile sul sito <https://www.weinberg.udel.edu>, p. 11 ss. Nello studio i dati relativi al 2013 vengono raffrontati con quelli del 2010, evidenziando un *trend* apprezzabile di crescita dell’*engagement*.

(17) *Ibid.* Si è soliti parlare di *proactive engagement* quando è l’emittente a contattare gli investitori per stimolarne un’interazione o scambio di vedute, mentre il *reactive engagement* è quello in cui l’emittente riscontra un’iniziativa di contatto proveniente da uno o più investitori.

(18) M. TONELLO-M. GATTI, *Board-Shareholder Engagement Practices. Findings from a Survey of SEC-Registered Companies*, 2019, disponibile sul sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), p. 10 ss. Anche tale più recente studio conferma la tendenza più generale di crescita dell’attività di *engagement*, di cui si è dato conto in precedenza: un tale incremento è confermato dal 68,9% degli emittenti intervistati nel settore manifatturiero, dal 73,1% di quelli operanti nel settore finanziario e dal 76,9% di quelli attivi nei servizi non finanziari.

(19) *Ibid.* È altresì degno di nota, ad avviso di chi scrive, il fatto che la questione “regolamentare” (che investe, ad esempio, il rispetto della disciplina sulle informazioni privilegiate e la comunicazione selettiva di informazioni rilevanti) non figura tra le principali preoccupazioni degli intervistati; il che può far supporre che le interazioni tra *board* e azionisti non comportino, se non in una minoranza di casi, la trasmissione di informazioni *price sensitive*; trasmissione, del resto, non gradita agli stessi investitori professionali, i quali potrebbero di regola incorrere in restrizioni operative importanti, oltre a farsi carico di rischi e oneri di *compliance*.

(20) Cfr. EY-ASSOGESTIONI, *Monitoraggio sullo stato di applicazione dei Principi Italiani di Stewardship per l’esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle Società Quotate, Report 2019*, disponibile sul sito dell’Associazione.

(21) Tali incontri vengono menzionati da 21 intervistati su 25, la partecipazione alle assemblee e l’analisi dei documenti pubblici da 22 su 25. Cfr. *ivi*, p. 7. Per quanto

scontri aneddotici, che testimoniano di confronti tra amministratori e investitori professionali in coincidenza con la presentazione di liste di candidature per iniziativa del consiglio, nonché in occasione di vertenze su temi di *governance* e di situazioni conflittuali all'interno del *board* e nei rapporti con altri soci<sup>22</sup>.

Sulla scorta dei dati provenienti dalla prassi, il dialogo fra amministratori e soci ha ricevuto attenzione da parte della (ormai vasta) letteratura gius-economica sull'*engagement*. Sposando un'attitudine favorevole al fenomeno, il dialogo – e, più in generale, le interazioni extra-assembleari tra azionisti e *board* – sono indicati come una via verso il superamento dell'inerzialità degli investitori istituzionali, la cui “promessa” di monitoraggio sugli emittenti a beneficio della collettività dei soci<sup>23</sup> è stata storicamente disattesa, a dispetto del potenziamento dei diritti sociali che ha caratterizzato la legislazione (anche italiana e, poi, europea) negli ultimi 25 anni<sup>24</sup>. Si fa strada, poi, una linea di pensiero

---

riguarda le tematiche affrontate nell'ambito dell'attività di *engagement*, le «misure relative ai dati finanziari» sono al primo posto (trattate da ciascun investitore attivo con 41 emittenti in media), seguite dalle «tematiche di *governance*» (26 emittenti in media) e dalle «tematiche ambientali e/o sociali» (17 emittenti in media); seguono le politiche retributive (15 emittenti) e i piani basati su strumenti finanziari (14 emittenti).

(22) Caso paradigmatico è quello Vivendi/Telecom Italia, dove alcuni investitori professionali sono intervenuti presso il consiglio di amministrazione dell'emittente italiano in relazione alla richiesta del socio di maggioranza relativa Vivendi S.A. di integrare l'ordine del giorno di un'assemblea già convocata, al fine di porre in deliberazione anche l'aumento del numero dei componenti dell'organo amministrativo e la nomina di ulteriori amministratori espressione del socio di maggioranza relativa. Le comunicazioni richiamate sono disponibili al sito [www.comitatogestori.it](http://www.comitatogestori.it), nella sezione relativa all'attività di *engagement* del Comitato dei gestori. Cfr., per altri esempi di attivismo ed *engagement* nel contesto italiano, M. BELCREDI-L. ENRIQUES, *Institutional investor activism in a context of concentrated ownership and high private benefits of control: the case of Italy*, in J.G. HILL-R.S. THOMAS (a cura di), *Research Handbook on Shareholder Power*, E. Elgar, Cheltenham, 2015, p. 391 ss.

In effetti, il conflitto costituisce un possibile decorso del dialogo: talora, eventuali aspettative che gli investitori ritengano disattese possono sfociare, secondo una logica di *escalation*, in forme di interazione più incisive, fino all'esercizio “ostile” di diritti sociali attribuiti alle minoranze (richiesta di integrazione dell'ordine del giorno o di convocazione dell'assemblea, oltre al voto negativo), alla promozione di campagne per la raccolta di deleghe e/o alla sostituzione degli amministratori. Naturalmente, per gli investitori professionali non vincolati a indici, anche il disinvestimento (talora problematico per gli effetti segnaletici e reputazionali che può determinare a danno dell'emittente) può costituire uno strumento di pressione nei confronti del *management*.

(23) Il riferimento, naturalmente, è (*in primis*) a B.S. BLACK, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, in 39 *UCLA L. Rev.*, 1992, p. 811 ss.

(24) Sul tema – sviluppato nella fase di gestazione del Testo Unico della finanza

che ravvisa nel dialogo la dorsale di un modello di interazione *collaborativo* (in opposizione a una concezione dialettico-conflittuale) tra amministratori e investitori professionali<sup>25</sup>. Questi ultimi, forti di un patrimonio di informazioni, conoscenze ed *expertise* che derivano dalla gestione di un ampio numero di partecipazioni (in società anche tra loro concorrenti), costituiscono una fonte cui gli stessi *managers* delle società quotate possono proficuamente attingere. Ciò dimostrerebbe il senso e l'utilità di un dialogo che non è soltanto funzionale a un monitoraggio "tradizionale" (cioè diretto a una riduzione degli *agency costs* e quindi principalmente incentrato sulla *governance* dell'emittente), ma si apre a tematiche di *business* e di gestione<sup>26</sup>.

---

– si richiamano C. ANGELICI, *Le "minoranze" nel decreto 58/1998: "tutela" e "poteri"*, in questa *Rivista* 1998, I, p. 207 ss.; P. MARCHETTI, *Osservazioni sui profili societari della bozza di T.U. sui mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 140 ss.; A. MAZZONI, *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 1998, I, p. 485 ss.

(25) J.E. FISCH-S.M. SEPE, *Shareholder Collaboration*, in 98 *Texas L. Rev.*, 2020, p. 863 ss. La ricostruzione in chiave "collaborativa" estende all'ambito delle società "aperte" quanto osservato nell'ambito del *venture capital* e del *private equity*, dove il ruolo dei fondi specializzati non è confinato a quello di investitori puramente finanziari, ma contempla anche l'apporto di competenze manageriali e relazionali essenziali per la crescita delle società partecipate (sul tema v. ad es. E. BARCELLONA, *La «gestione collettiva del risparmio» a seguito della Direttiva GEFIA*, Milano, 2018, p. 23 ss.). V. anche S. ALVARO-M. MAUGERI-G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali*, cit., p. 6 s., ove riferimenti alla letteratura tedesca.

(26) In ambito nordamericano, la *Securities and Exchange Commission* statunitense ha espresso da alcuni anni un incoraggiamento della comunicazione tra emittenti e azionisti. Si v. in argomento, ad es., L.M. FAIRFAX, *Mandating Board-Shareholder Engagement?*, in *U. Ill. L. Rev.*, 2013, p. 831.

Non mancano, naturalmente, voci e argomenti di scetticismo nei confronti del dialogo (e dell'*engagement* in generale). Da un lato, vi è chi si interroga sull'esistenza di effettivi incentivi all'attività di monitoraggio da parte degli investitori istituzionali a gestione passiva (come gli *index funds*: v. ad es. in senso critico L. BEBCHUK-S. HIRST, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, in 119 *Colum. L. Rev.*, 2019, p. 2050 ss.; ma, diversamente orientati, v. ad es. I.R. APPEL-T.A. GORMLEY-D.N. KEIM, *Passive Investors, Not Passive Owners*, in 121 *J. Fin. Econ.*, 2016, p. 111 ss.). Dall'altro, va richiamato il pensiero di chi giudica negativamente forme di interlocuzione le quali, più che "dialogiche", sono caratterizzate da un'attitudine di *adversarial engagement* e di "attivismo" orientato al breve termine, tendenze ritenute lesive delle prerogative gestorie dell'organo amministrativo e dannose per la valorizzazione della società nel lungo termine: per una sintesi di questi orientamenti (e di altre criticità dell'*engagement*) v. ancora S. ALVARO-M. MAUGERI-G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali*, cit., p. 6 ss. Sotto altro versante ancora, è tempo di chiedersi quali rischi comporti l'interazione avviata dai grandi investitori istituzionali orientati a massimizzare, anziché il valore delle azioni della singola società partecipata, il valore complessivo del portafoglio, nel quale sono comprese (tra l'altro) anche società che

In tale quadro evolutivo, l'autodisciplina degli emittenti nei diversi sistemi europei registra una crescente attenzione al tema del dialogo, anche in reazione ai numerosi codici di *stewardship* promossi dalle associazioni di investitori professionali<sup>27</sup>. Confrontando le esperienze straniere con l'impianto del nostro Codice di Corporate Governance, notiamo che pochi altri codici prevedono l'obbligo di adottare un vero e proprio presidio organizzativo quale la *politica* di gestione del dialogo raccomandata in Italia<sup>28</sup>. Peraltro, in alcuni ordinamenti il dialogo *del board* con i *principali azionisti* viene incoraggiato *su base regolare* (e dunque anche su iniziativa del consiglio stesso), sia in ambiti di governo societario, sia in merito all'andamento della gestione<sup>29</sup>.

---

operano in concorrenza con l'emittente interessato: il tema investe il nucleo stesso del diritto societario e vanno al di là delle pur importanti problemi *antitrust* sollevati dal fenomeno della c.d. *common ownership*. V. in argomento, da ultimo, L. ENRIQUES-A. ROMANO, *Rewiring Corporate Law for an Interconnected World*, 2021, in corso di pubblicazione su *Ariz. L. Rev.* disponibile sul sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); J.N. GORDON, *Systematic Stewardship*, Columbia Law and Economics Working Paper No. 640, 2021, disponibile *ivi*.

(27) Per una rassegna aggiornata dei codici di *stewardship*, si veda la documentazione pubblicata da ASSONIME all'indirizzo <http://www.assonime.it/Eventi/gruppi/Pagine/Osservatorio-sulle-Politiche-di-Dialogo-con-gli-Azionisti.aspx>, nell'ambito dell'*Osservatorio sulle politiche di dialogo con gli azionisti* istituito dall'Associazione nel 2021. V. anche K.J. HOPT, *The Dialogue between the Chairman of the Board and Investors. The Practice in the UK, the Netherlands and Germany and the Future of the German Corporate Governance Code under the New Chairman*, in *Revue Trimestrielle de Droit Financier*, 2017, p. 98 ss.; J. WINTER, *Shareholder Engagement and Stewardship. The realities and illusions of institutional share ownership*, 2011, disponibile sul sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

(28) È il caso, in particolare, del codice di autodisciplina olandese: cfr. *De Nederlandse Corporate Governance Code*, promosso dal Monitoring Commissie Corporate Governance, dicembre 2016, disposizione 4.2.2, disponibile sul sito [www.nccg.nl](http://www.nccg.nl) (in seguito, "Codice di corporate governance olandese 2016"). Anche il *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas* promosso dalla Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2020, disponibile sul sito [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es), raccomanda l'adozione di una politica «relativa a la comunicación y contactos con accionistas e inversores institucionales en el marco de su implicación en la sociedad», da pubblicare sul sito *web* dell'emittente (cfr. *Recomendación 4*).

(29) Lo *UK Corporate Governance Code* del 2018, promosso dal Financial Reporting Council (disponibile sul sito [frc.org.uk](http://frc.org.uk)) prevede che, «[i]n addition to formal general meetings, the chair should seek regular engagement with major shareholders in order to understand their views on governance and performance against the strategy» (art. 1, *provision 3*). Cfr. anche le *dispositions 3.17 e 8.1 del Code belge de gouvernance d'entreprise* del 2020, promosso dalla Commission Corporate Governance (e disponibile sul sito [www.corporategovernancecommittee.be](http://www.corporategovernancecommittee.be)), secondo le quali anche che il

Sul piano della disciplina delle interazioni, numerosi codici individuano quale figura cardine per l'iniziativa e la gestione del dialogo con gli azionisti, secondo i casi, il presidente dell'organo amministrativo, di suoi comitati, o del consiglio di sorveglianza, oppure singoli consiglieri<sup>30</sup>. Ricorre, altresì, la raccomandazione che l'intero *board* sia informato *ex post*, a cura del presidente, sullo svolgimento del dialogo, così che il consiglio, ove non vi abbia partecipato collegialmente, acquisisca consapevolezza in merito alle interlocuzioni avvenute<sup>31</sup>. Il Codice inglese giunge a disciplinare specifici doveri di "consultazione" con i soci quando una proposta di deliberazione assembleare formulata dal consiglio di amministrazione abbia ricevuto il 20% di voti contrari o più<sup>32</sup>.

Infine, va ricordata l'iniziativa della Banca d'Italia, la quale ha recentemente integrato le proprie disposizioni di vigilanza richiedendo alle banche di maggiori dimensioni di dotarsi di un «regolamento interno per la gestione del dialogo da parte degli amministratori con gli azionisti (inclusi gli investitori istituzionali e i gestori di attivi)». Si tratta di previsioni che, con ulteriore dettaglio rispetto al Codice di Corporate Governance, approfondiscono il contenuto della *policy* in merito alla competenza per la gestione del dialogo, la confidenzialità delle informazioni oggetto di condivisione con i soci, l'informativa da

---

consiglio deve cercare di comprendere obiettivi e preoccupazioni degli investitori ed essere informato dell'attività svolta nell'ambito dei programmi di *investor relation* con cadenza almeno annuale.

(30) La già citata *provision 3* dello *UK Corporate Governance Code* dispone che i «*[c]ommittee chairs should seek engagement with the shareholders on significant matters related to their areas of responsibility. The chair should ensure that the board as a whole has a clear understanding of the views of the shareholders*» (enfasi aggiunta).

In ambito tedesco, cfr. il *Deutscher Corporate Governance Kodex* del 2019 (curato dalla Regierungskommission), raccomandazione (*Anregung*) A.3, disponibile sul sito [www.dcgk.de](http://www.dcgk.de) (nella versione inglese da cui si cita): «*[t]he Supervisory Board Chair should be available – within reasonable limits – to discuss Supervisory Board-related issues with investors*». In argomento, v. K.J. HOPT, *The Dialogue*, cit., p. 98. I *Guiding principles for the dialogue between investors and German supervisory boards*, cit., precisano il presidente del consiglio di sorveglianza a rappresentare l'organo di appartenenza nei rapporti con gli investitori e può chiedere ad altri membri del consiglio di sorveglianza o del consiglio di gestione di partecipare al dialogo, assicurando che il consiglio di sorveglianza sia informato di quanto discusso in tal sede (cfr. *Guiding principle 7*). La responsabilità del presidente del consiglio di sorveglianza nella «*effective communication with shareholders*» è richiamata anche dal § 2.3.6 del Codice di *corporate governance* olandese del 2016.

(31) Cfr. la già menzionata *provision 3* dello *UK Corporate Governance Code* 2018. In senso analogo, cfr. anche le raccomandazioni 4.3-4.4 del *Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées* francese e il *Code Belge de Gouvernance d'Entreprise* del 2020.

(32) Cfr. *UK Corporate Governance Code, provision 4*.

fornire agli organi di supervisione strategica, di gestione di controllo, le stesse questioni oggetto del confronto con gli azionisti <sup>33</sup>.

3. Le considerazioni fin qui svolte – in merito al salto di qualità che il dialogo tra amministratori e soci nella recente evoluzione della prassi e dell'autodisciplina – inducono a chiedersi se le previsioni del nostro Codice di Corporate Governance precisino un “*dovere di dialogo*” già previsto nel nostro ordinamento societario (*hard law*), oppure se un dovere di fonte legale allo stato non esista e sia il Codice, piuttosto, ad aver eretto un presidio avanzato dell'autoregolamentazione che, come sovente è accaduto, tratterà i binari per una eventuale successiva evoluzione legislativa <sup>34</sup>.

Al riguardo, nella letteratura giuridica europea è finora prevalsa l'esigenza di rispondere a un interrogativo preliminare: *possono* gli amministratori dialogare con (alcuni) loro azionisti e, se sì, con quali limitazioni? <sup>35</sup>. La previsione del Codice qui in commento presuppone

---

(33) La Banca d'Italia ha inserito tali previsioni nella Parte I, Titolo IV, Cap. 1, Sez. V della Circolare n. 285/2013, in recepimento della proposta contenuta nel *Documento di consultazione sulle disposizioni della Banca d'Italia in materia di “Governano societario delle banche e dei gruppi bancari”*, del 24 dicembre 2020, reperibile sul sito dell'Autorità: cfr. in particolare le integrazioni proposte nella Parte Prima, Tit. IV, Cap. I, Sez. V, par. 1.1 della Circolare n. 285/2013, a p. 40 s. del documento (nel momento in cui si scrive – giugno 2021 – la consultazione si è conclusa, ma la normativa non è ancora stata emanata).

(34) Sul ruolo dei codici di autodisciplina in tal senso, cfr. P. MARCHETTI, *Codici di condotta, corporate governance e diritto commerciale*, in questa *Rivista* 2019, I, p. 24 ss., il quale peraltro contesta, guardando alla storia dei codici di autodisciplina, una loro mera ascrizione alla *soft law* (da contrapporre a una *hard law* statutale), posto che – qui l'Autore riprende un'osservazione di Mario Libertini – «le norme di produzione privata sono, finiscono con l'essere più o meno (non solo in certa misura, ma sempre, mi permetto di osservare) “controllate” in qualche modo dagli apparati istituzionali». Più in generale, sui codici di autodisciplina come fonte di obblighi giuridici, v. A. SCOTTI, *I codici di condotta tra mercato, impresa e contratto*, Milano, p. 32 ss.

(35) In quest'ottica – imposta soprattutto in termini di *disciplina dell'informazione* – cfr., ad esempio, K.J. HOPT, *The Dialogue*, cit., spec. p. 99 ss.; C. MOSCA, *Director-Shareholder Dialogues Behind the Scenes: Searching for a Balance Between Freedom of Expression and Market Fairness*, in 15 *ECFR*, 2018, p. 805 ss.; EAD., *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 29 ss.; G. STRAMPELLI, *Knocking at the Boardroom Door: A Transatlantic Overview of Director-Institutional Investor Engagement in Law and Practice*, in 12 *Va. L. Bus. Rev.*, 2018, p. 187 ss.; S. ALVARO-M. MAUGERI-G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali*, cit., part. p. 44 ss. Con specifico riferimento all'ambito dei gruppi e alla loro specificità ai fini della disciplina sulla circolazione delle informazioni, cfr. P. MONTALENTI, *L'informazione nei gruppi societari*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità*,

in effetti una risposta affermativa alla domanda sul *potere*<sup>36</sup>, lasciando spazio a un quesito diverso e finora meno sviluppato: *devono* gli amministratori dialogare? Se sì, con quali azionisti e con quali responsabilità?

La risposta al quesito non è di tenore soltanto teorico, se si guarda ad alcune conseguenze che scaturirebbero dal riconoscimento di un “dovere di dialogo” *ex lege*: (i) sottrazione dell’area del dialogo dall’ambito del *comply or explain* proprio dell’autodisciplina e sua attrazione nell’ambito dei *principi di corretta amministrazione* cui deve conformarsi l’agire degli amministratori; (ii) possibile minore protezione offerta dalla *business judgment rule* rispetto alle scelte operate dal consiglio (e dai suoi delegati) nell’approntare un assetto di interlocuzione adeguato, in adempimento di un dovere di legge (e non come mera modalità di adempimento di un obbligo assunto su base volontaria); ciò, almeno, ove si aderisca all’orientamento che non la ritiene applicabile rispetto alle scelte sull’adeguatezza degli assetti organizzativi della società<sup>37</sup>; (iii)

---

*prospettive*, Atti del convegno internazionale di studi di Venezia, 10-11 novembre 2006, Milano, 2007, p. 313; M. MAUGERI, *Gruppi di società e informazioni privilegiate*, in *Giur. comm.*, 2017, I, p. 907 ss.

Con riferimento al problema dell’*interesse sociale* alla divulgazione di informazioni a singoli azionisti (anche diversi dal socio di controllo e dagli investitori professionali), v. già G. ACERBI, *La Consob tra precetto e persuasione. Appunti a margine delle nuove regole sulla informativa al mercato*, in *Riv. soc.*, 1997, p. 1117; B. LIBONATI, *Il ruolo dell’assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, *ivi*, 2001, p. 105 ss.; e poi, ampiamente, P. MONTALENTI, “*Disclosure*” e riservatezza nei mercati finanziari: problemi aperti, in *AGE*, 2013, p. 250 ss.; A. GIANNELLI-C. MOSCA, *Flussi informativi tra amministratori e soci nella società quotata, tra ambiguità ed esigenze di disciplina*, 2012, disponibile sul sito [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it); G. STRAMPELLI, *L’informazione societaria a quindici anni dal t.u.f.: profili evolutivi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 1047 ss.; S. GILOTTA, *Le società quotate e l’informazione societaria*, in M. CERA-G. PRESTI (diretto da), *Il Testo Unico finanziario*, Bologna, 2020, p. 1522.

In una prospettiva orientata ai correlati doveri dell’organo amministrativo, v. però G. STRAMPELLI, *I dialoghi*, cit., spec. p. 117 ss.; P. MONTALENTI, *Il socio di società quotata*, in questa *Rivista* 2020, I, p. 249 s.; particolarmente significativo, in ambito tedesco, ma con riflessioni utili anche nell’ottica dell’ordinamento italiano (ed europeo), H.C. HIRT-K.J. HOPT-D. MATTHEUS, *Dialog zwischen den Aufsichtsrat und Investoren*, in *AG*, 2016, p. 725 ss.

(36) Impregiudicata, ovviamente, la questione dei limiti a tale potere, su cui si tornerà in seguito (parr. 3 ss., 5.3, 5.4).

(37) Va ricordato che è dubbia l’applicazione della *business judgment rule* negli ambiti vicini alla dimensione *organizzativa* dell’impresa societaria e all’adeguatezza dei suoi assetti. Si ritiene, in particolare, che l’obbligo di predisporre assetti adeguati sia distinto dal dovere di diligenza che, solo, beneficia di tale *safe harbor*: sul tema cfr. ad es. P. MONTALENTI, *I doveri degli amministratori, degli organi di controllo e della società di revisione nella fase di emersione della crisi*, in *Impresa, società di capitali, mercati fi-*

estensione della vigilanza dell'organo di controllo all'*adeguatezza* delle scelte stesse (art. 149, comma 1, lett. *b*), e *c*), TUF), con scrutinio non limitato alle «modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario previste da codici di comportamento» (lett. *c-bis*).

3.1. Nell'avvicinarsi a un tentativo di soluzione del problema appena delineato, la prima constatazione è che – autodisciplina a parte – non si rinvencono nell'ordinamento previsioni specifiche che *impongano* all'organo amministrativo, o a taluni dei suoi componenti, di interloquire con gli azionisti al di fuori dell'occasione tipica del confronto assembleare. Piuttosto, nella disciplina societaria si evincono norme che costruiscono e presidiano *flussi di informazioni* (connotati da doverosità) nell'ambito del rapporto con il *socio di controllo*, talora in abbinamento con l'esercizio di attività direttiva.

È così possibile catalogare <sup>38</sup> norme che stabiliscono flussi spe-

---

*nanziari*, Torino, 2017, p. 286; P.G. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 1138; AA.VV., *Business judgment rule e mercati finanziari. Efficienza economica e tutela degli investitori*, Quaderno giuridico della Consob n. 11, 2016, part. p. 39 ss. Diversamente orientati (e inclini ad applicare la *business judgment rule* anche alle scelte in materia di assetti), M. MAUGERI, *Note in tema di doveri degli amministratori nel governo del rischio di impresa (non bancaria)*, in *Orizz. dir. comm.*, 2014, p. 3 ss.; R. FORMISANI, *Business Judgment Rule e assetti organizzativi: incontro (e scontri) in una terra di confine*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 482 ss.; V. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da R. Costi, Torino, 2019, p. 301; M. STELLA RICHTER jr, *In principio sono sempre le funzioni*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 30 ss. (ma ritenendo per converso la *business judgment rule* non applicabile alle scelte sugli assetti organizzativi delle banche e degli intermediari finanziari, i cui statuti normativi speciali, dati gli interessi "terzi" coinvolti, prevedono una valutazione nel merito della bontà di tali scelte da parte delle autorità di vigilanza); con specifico riferimento agli assetti in relazione alla crisi dell'impresa cfr., ad es., A. VICARI, *I doveri degli organi sociali e dei revisori in situazioni di crisi di impresa*, in *Giur. comm.*, 2013, I, p. 139 s.; v. in giurisprudenza Trib. Roma, 6 aprile 2020, in [www.giurisprudenzadelleimprese.it](http://www.giurisprudenzadelleimprese.it). Recentemente, il tema è stato ampiamente sviluppato da L. BENEDETTI, *L'applicabilità della business judgment rule alle decisioni organizzative degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2019, part. p. 432 ss. e da E. BARCELLONA, *Business Judgment Rule e interesse sociale nella "crisi". L'adeguatezza degli assetti organizzativi alla luce della riforma del diritto concorsuale*, Milano, 2020, part. p. 51 ss.: entrambi gli Autori, con accenti diversi, inclini a ritenere le scelte organizzative in linea di principio protette dalla *business judgment rule*, muovendo dal presupposto della loro natura imprenditoriale e gestoria.

(38) La sintesi riportata nel testo è del tutto incompleta; conviene rinviare a ricostruzioni più estese delle norme sui flussi informativi nell'ambito dei rapporti di controllo: v. soprattutto M. MAUGERI, *Gruppi di società*, cit., p. 907 ss., nonché U. TOMBARI, *Le nuove prospettive dell'"informazione societaria": il dialogo tra organo am-*

cifici e funzionali a certe finalità (consolidamento dei conti annuali o periodici, art. 43 d.lgs. n. 127 del 1991; adempimento dell'obbligo di comunicazione al pubblico informazioni rilevanti, art. 114, comma 2, TUF); norme che, disciplinando la direzione e il coordinamento (artt. 2497-*bis*, 2497-*ter* c.c. e 150, comma 1, TUF, oltre allo stesso art. 2497 c.c.), *sottendono* l'esistenza (prima che di un *dialogo*) di *direttive* della capogruppo alle società eterodirette; norme che tali direttive *impongono* e disciplinano (es.: art. 61, comma 4, TUB).

Vi è poi il riconoscimento del *rapporto di collegamento* che, se nella disciplina codicistica (art. 2359, comma 3, c.c.) è caratterizzato dall'esercizio dell'influenza notevole tendenzialmente attraverso il voto in assemblea<sup>39</sup>, in talune norme di settore, nonché in quelle contabili, è più ampiamente identificato mediante la potenzialità di una influenza sui processi decisionali dell'impresa collegata, non necessariamente in connessione con l'esercizio dei diritti assembleari<sup>40</sup>.

Ora, le norme sopra richiamate possono sottendere o presupporre forme di "dialogo" tra gli amministratori della società partecipata e il socio (o i soci) che impartiscono una direttiva, ne verificano l'attuazione, o più in generale esercitano forme di influenza. Tuttavia, nessuna di tali norme individua né disciplina le forme e i canali dell'interlocuzione in

---

*ministrativo e soci al di fuori del contesto assembleare*, in Id. (a cura di), *Informazione societaria*, cit., p. 2 ss.; C. DI NOIA-M. GARGANTINI, *Corporate governance e comunicazione di informazioni privilegiate*, *ivi*, p. 30 ss.; P. MONTALENTI, *Investitori istituzionali e gruppi di società*, cit., p. 65 ss. Cfr. anche l'elenco di situazioni nelle quali si ritiene legittima o doverosa la trasmissione selettiva di informazioni societarie all'azionista di controllo, riportata nel recente "Q&A" della Consob in tema di *informazione selettiva nei confronti dei soci e, in particolare, del socio di controllo nonché sulla pubblicazione delle informazioni privilegiate relative ai piani industriali*, pubblicato il 18 marzo 2021 sul sito dell'Autorità (cfr. nt. 2 del documento).

(39) Cfr. per tutti in argomento G. SBISÀ, *Società controllate e società collegate*, in *Contr. impr.*, 1997, p. 361 ss.; M. NOTARI-J. BERTONE, *sub* art. 2359, in P. MARCHETTI E AA. (diretto da), *Commentario alla riforma delle società, Azioni*, a cura di M. Notari, Milano, 2008, p. 693 ss.

(40) Nello IAS 28 (v. in particolare § 5 ss.), si fa riferimento a influenza derivante dalla «rappresentanza nel consiglio di amministrazione» della partecipata, ma anche alla «partecipazione nel processo decisionale, inclusa la partecipazione alle decisioni in merito ai dividendi o ad altro tipo di distribuzione degli utili», alla «presenza di operazioni rilevanti tra l'entità e la partecipata» e «alla messa a disposizione di informazioni tecniche essenziali». Tali forme di influenza sono ben note alle autorità di vigilanza europee, nel momento in cui delineano alcune fattispecie cui ricondurre l'obbligo di autorizzazione all'acquisto di partecipazioni qualificate nel settore finanziario: cfr. EBA-ESMA-EIOPA, *Orientamenti comuni per la valutazione prudenziale di acquisizioni e incrementi di partecipazioni qualificate nel settore finanziario* del 20 dicembre 2016.

cui tale dialogo può estrinsecarsi; l'attenzione è piuttosto rivolta agli *effetti* o agli *scopi* di una influenza sulla partecipata o della conduzione unitaria dell'impresa di gruppo <sup>41</sup>, con implicazioni, volta a volta, di informazione contabile, di pubblicità, di responsabilità, di vigilanza, etc. Neppure si rinviene, in quelle norme, il dovere degli amministratori della partecipata di ricercare un'interlocuzione con azionisti diversi da quelli che esercitano tale influenza.

3.2. Constatata l'assenza di norme espresse che codifichino un "dovere di dialogo" degli amministratori, occorre d'altra parte considerare situazioni di fatto e altri insiemi di norme che, oggi, sembrano guardare al dialogo come risultato dell'esercizio di un *potere* spettante ad alcune categorie di *azionisti* (gli investitori istituzionali) nei confronti degli organi di amministrazione delle società in cui partecipano.

(a) *Potere "di fatto"*

Andando per gradi, e ricorrendo a una tassonomia delle forme di potere che pare assai utile in questo contesto <sup>42</sup>, è possibile ricostruire un quadro che prende le mosse dalle risultanze empiriche sul dialogo tra emittenti e investitori istituzionali.

Ebbene, i dati richiamati in apertura evidenziano che – quanto meno *in via di fatto* e prescindendo per ora da considerazioni normative – gli investitori istituzionali esercitano un potere, cioè chiedono e ottengono dagli amministratori l'apertura di un dialogo che è volto a

---

(41) Sulla funzionalità dell'informazione rispetto all'esercizio di un potere imprenditoriale, anziché rispetto all'esercizio di diritti amministrativi inerenti alla partecipazione, cfr. M. MAUGERI, *Gruppi di società e informazioni privilegiate*, cit., p. 908 s.

(42) Si v., seppure ad altro riguardo, M. STELLA RICHTER jr, *Autonomia statutaria, procedimento deliberativo e potere di voto: divagazioni a margine di un libro recente*, in *Giur. comm.*, 2018, I, p. 357 s., il quale individua, tra le diverse accezioni di "potere" nel linguaggio giuridico, un «potere nel senso più generale di possibilità di determinare, o contribuire a determinare, un certo effetto» (potere di fatto), un «[p]otere giuridico in senso lato, come situazione giuridica soggettiva attiva stabilita e riconosciuta (dall'ordinamento) a tutela di un interesse, nella cui nozione generale si ricomprende, senza tuttavia esaurirla, il diritto soggettivo» e un «potere [...] in senso stretto e quindi contrapposto al diritto soggettivo [...], attribuito a tutela non di un interesse individuale del titolare, ma di un interesse superiore o, comunque, di un interesse altrui» (potere-funzione o potere-dovere). (L'Autore individua altresì un potere «come posizione attribuita e discendente da regole che non concernono l'attribuzione di situazioni giuridiche soggettive, ma modi giuridicamente rilevanti per la produzione dell'azione», non preso in considerazione in questa sede.)

incidere sull'agire di questi ultimi. Sempre in concreto, l'accoglimento (o meno) delle istanze avanzate da tali soci qualificati ne condiziona il comportamento, dando luogo all'avvio di nuove istanze di dialogo o procedure di *escalation* <sup>43</sup>.

(b) *Indici normativi di un potere legittimo, tutelato dall'ordinamento, di comunicazione "asimmetrica" tra amministratori e soci*

Il potere di fatto si carica di significato *giuridico* non appena si osservi che il dialogo – e, più in generale, la “comunicazione” tra soci ed emittenti – figura tra le forme di interazione contemplate da (ormai) numerose norme proprie sia della disciplina dei mercati finanziari sia di quella societaria.

(b1) Il primo e più significativo riferimento è all'art. 124-*quinquies* TUF che, in recepimento della SHRD II, impone agli investitori istituzionali di adottare e rendere pubblica una «politica di impegno», che descriva, fra le altre cose, le *modalità* con cui tali soci «dialogano con le società partecipate» <sup>44</sup>. Che l'investitore *possa* promuovere un dialogo è dunque dato per presupposto e può anzi ritenersi che egli *debba* adoperarsi per farlo (v. *infra, sub (c)*), dato che la norma si sofferma sui modi e non sul “se” dell'interazione <sup>45</sup>.

(43) Si vedano i dati empirici richiamati al par. 2.

(44) Il dialogo figura alla pari con altre strategie dell'investitore, tutte oggetto di disciplina e *disclosure* nell'ambito della politica di impegno: il *monitoraggio* della società partecipata «su questioni rilevanti», comprese la strategia, i risultati finanziari e non finanziari, l'impatto sociale e ambientale e la *governance* (sul punto – rilevante per l'oggetto del presente commento – si tornerà *infra*), l'esercizio dei diritti di voto (che, coerentemente con la logica di *escalation* sopra descritta, viene “dopo” il dialogo: v. *infra, § 5.4.*), la collaborazione con altri azionisti e finanche la comunicazione con gli altri *stakeholders* delle società partecipate. Le modalità di attuazione della politica di impegno sono rese note al pubblico su base annuale: si v. il secondo comma dell'art. 124-*quinquies*, che peraltro non menziona espressamente il dialogo, richiedendo all'intermediario una *disclosure* in ordine al proprio «comportamento di voto» (in termini di «voti più significativi» espressi e «ricorso ai servizi dei consulenti di voto»). È fatta salva, da parte del singolo investitore professionale, la «scelta di non adempiere», che deve essere però «chiara e motivata»: cfr. art. 124-*quinquies*, comma 3, TUF (da notare come l'obbligo sia assistito da sanzione amministrativa: art. 193-*bis*.1). In questo senso, è condivisibile la lettura della norma sulla *engagement policy* come «duty to demonstrate engagement», rispetto a una aspettativa «sociale» di «constructive shareholder behaviour» cfr. I. CHIU-D. KATELOUZOU, *From Shareholder Stewardship to Shareholder Duties: Is the Time Ripe?*, in H.S. BIRKMOSE, *Shareholder's Duties*, Alphen aan den Rijn, 2016, p. 143. Cfr. anche C. MOSCA, *Director-Shareholder Dialogues*, cit., p. 812 s.

(45) Il dialogo è parimenti contemplato – in questo caso come eventualità –

(b2) L'art. 83-*duodecies* TUF – anch'esso riformulato per recepire la SHRD II – attribuisce agli emittenti il potere di identificare gli azionisti con partecipazione superiore allo 0,5% del capitale sociale. Se, per un verso, non è più previsto il diritto degli azionisti di opporsi alla richiesta di identificazione dell'emittente, per l'altro l'iniziativa della società viene "funzionalizzata" allo scopo di «facilitare la comunicazione degli emittenti con gli azionisti» (si v. il nuovo comma 1). Emerge ancora una volta una interazione *extra-assembleare* tra soci ed emittente, in questo caso con portata più ampia rispetto all'art. 124-*quinquies* TUF: qui, la norma sull'identificazione guarda ai soci con una partecipazione rilevante, senza distinguere in base alla loro natura "istituzionale"; inoltre, il riferimento è alla *comunicazione con l'emittente* genericamente intesa, sì da ricomprendere, oltre a quella condotta dal consiglio di amministrazione, quella tipicamente affidata alla funzione aziendale di *investor relation*<sup>46</sup>.

(b3) Un ulteriore indizio di possibili contatti "ad ampio spettro" tra soci ed emittenti si rinviene nella norma c.d. "anti-scorrerie", che è di matrice domestica e si applica a chiunque acquisti il 10% o più del capitale di un emittente (cfr. art. 120, comma 4-*bis*, TUF): tra gli elementi che l'azionista deve comunicare alla società, alla Consob e al mercato vi è l'eventuale intenzione di «esercitare un'influenza sulla gestione della società»; il dichiarante deve poi comunicare la «strategia che intende adottare e le operazioni per metter[e] in opera» tale strategia<sup>47</sup>. Se il richiamo agli effetti dell'interazione tra socio ed emittente (l'influenza sulla gestione) è assonante con quello utilizzato dalla

---

nell'interazione fra i *proxy advisors* (denominati «consulenti in materia di voto») e le società «oggetto delle loro ricerche, dei loro consigli o delle loro raccomandazioni di voto» (art. 124-*octies*, comma 1, *lett. f*), TUF). Sul punto si tornerà *infra* al par. 6.

(46) In effetti, la *comunicazione* tra soci e azionisti sembra indicare qualsiasi trasmissione di informazioni (in qualunque direzione essa avvenga), delineando quindi un insieme più ampio rispetto al *dialogo* vero e proprio. Sull'*investor relation* v. *infra*, par. 4.

(47) Sulla norma antiscorrerie cfr. A. TUCCI, *Gli assetti proprietari delle società quotate*, in M. CERA-G. PRESTI (diretto da), *Il Testo Unico finanziario*, cit., p. 1557 ss., nonché, se si vuole, G. SANDRELLI, *Note sulla disciplina "anti-scorrerie"*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 186 ss. Da notare che la Consob, nel dare attuazione alla norma in questione (art. 122-*ter* Reg. Emittenti), ha escluso l'obbligo di "comunicazione delle intenzioni" in capo ai gestori che acquistino partecipazioni nell'ambito della gestione di Oicvm, cioè fondi aperti armonizzati nell'ambito delle direttive c.d. Ucits; ciò, probabilmente, in ragione dei limiti di concentrazione del patrimonio che vincolano l'operatività di tali fondi su singoli emittenti e che ne attenuano la potenzialità "attivista". Si registra qui un disallineamento rispetto alle previsioni di cui all'art. 124-*quater* ss. TUF, applicabili a tutti i gestori di attivi.

normativa contabile per il “collegamento” (v. *supra*), il riferimento alle modalità per realizzare tale influenza lascia supporre iniziative in sedi diverse dal tradizionale canale assembleare.

(b4) Vi sono poi le norme, spesso citate, del regolamento europeo sugli abusi di mercato, dove sono contemplate o disciplinate alcune interazioni non assembleari tra soci e amministratori<sup>48</sup>. Tra le previsioni rilevanti, interessa qui richiamare, “in negativo”, il *considerando* n. 19, ove si precisa che la disciplina contenuta nel MAR «non ha lo scopo di vietare le discussioni di carattere generale riguardanti l’evoluzione societaria e di mercato tra azionisti e dirigenza per quanto riguarda un emittente», relazioni riconosciute come «essenziali per un funzionamento efficace dei mercati». Il riferimento qui è, da un lato, agli azionisti (senza connotazioni tipologiche) e, dall’altro, al *management* dell’emittente, senza limitazione al solo organo di vertice. Si parla nuovamente di dialogo («*discussions*»), lo si connota in termini di contenuto («evoluzione societaria e di mercato»)<sup>49</sup> e, sul piano degli obiettivi, se ne evidenzia addirittura la *essenzialità* in un’ottica (si noti: non strettamente societaria, ma) di generale funzionamento dei mercati.

---

(48) Il punto di emersione più importante di queste interazioni è quello dei c.d. sondaggi di mercato (art. 11 MAR), che – pur rilevanti ai nostri fini sul piano sistematico (cfr. *infra*, par. 5.4) – si pongono però su un terreno non coincidente con quello del «dialogo» contemplato nelle *engagement policies* di cui all’art. 124-*quinquies* TUF, cui il codice di autodisciplina si richiama: per un verso, i sondaggi di mercato hanno *strutturalmente* ad oggetto informazioni privilegiate (circostanza invece *tendenzialmente* esclusa nel dialogo tra emittenti e investitori professionali); per altro verso, l’impulso a instaurare un sondaggio di mercato nasce dall’organo amministrativo, mentre nel dialogo l’iniziativa può provenire, e in concreto spesso proviene, anche dai soci.

Un altro indice di “consapevolezza”, da parte del legislatore europeo, di interlocuzioni tra soci e amministratori è quello del c.d. *internal dealing* (art. 19 MAR), laddove la posizione dei soci con partecipazione superiore al 10% del capitale (aliquota che, nella disciplina contabile, integra la presunzione del collegamento) viene assimilata a quella degli *insider* ai fini della trasparenza degli acquisti di strumenti finanziari collegati all’emittente, quasi a presumere l’esistenza di flussi informativi selettivi fra l’emittente e tali soci. Il punto è sviluppato da C. MOSCA, *Comunicazione selettiva*, cit., p. 71 ss.

(49) La formulazione adottata è molto ampia, posto che l’«evoluzione societaria» pare idonea a ricomprendere tanto aspetti imprenditoriali, quanto aspetti di *governance* (più restrittivo parrebbe il testo inglese nel riferirsi a «*business and market developments*»). Osserva peraltro P. MONTALENTI, *Il socio di società quotata*, cit., p. 249, come il *considerando* si riferisca a discussioni di «carattere generale», forse così – nostra deduzione – volendo limitarne la portata a quelle interlocuzioni che non comportino la trasmissione di informazioni specifiche e quindi potenzialmente *price sensitive*: v. però *infra*, par. 5.4.

(b5) Quanto sopra è riflesso anche nella nostra disciplina di rango secondario, dove figurano ulteriori indici di legittime comunicazioni selettive tra soci e amministratori: è il caso, sovente richiamato, dell'Allegato 3A (Schema n. 2) al Regolamento Emittenti della Consob, che richiede all'emittente di dar conto, nella relazione illustrativa dell'organo amministrativo per l'assemblea chiamata a decidere su una proposta di aumento di capitale, degli «azionisti che hanno manifestato la disponibilità a sottoscrivere, in proporzione alla quota posseduta, le azioni e/o le obbligazioni convertibili di nuova emissione, nonché gli eventuali diritti di opzione non esercitati».

Questi (non organici, ma convergenti) frammenti di disciplina attestano il superamento definitivo, *anche al di fuori dei rapporti di controllo*, della logica – che aveva il suo architrave nell'art. 2422 c.c. e, poi, nell'art. 130 TUF – per cui l'interazione dell'azionista con l'organo amministrativo è limitata all'ambito di esercizio dei diritti assembleari o pre-assembleari<sup>50</sup>. Al contrario, la richiesta di attivare un dialogo da parte del socio si pone, oggi, come un “potere giuridico” rispondente a interessi legittimi e meritevoli di tutela, alla luce degli obiettivi di “comunicazione” delineati dalla attuale impostazione europea di *corporate governance*<sup>51</sup>.

---

(50) Si v., per la ricostruzione dell'impostazione tradizionale, M. MAUGERI, *Gruppi di società*, cit., p. 907 ss. (e v. inoltre F. GALGANO, *Recensione a Foschini*, in *Riv. dir. civ.*, 1961, I, p. 248, il quale escludeva che «laddove, come nelle società per azioni, esiste il collegio sindacale, ciascun socio possa invocare un proprio diritto a essere informato»; nonché P. ABBADESSA, *La circolazione delle informazioni all'interno del gruppo*, in *I gruppi di società*, Atti del convegno internazionale di studi di Venezia, 16-18 novembre 1995, Milano, 1996, p. 567 s.).

(51) L'evoluzione descritta nel testo riguarda certamente le società quotate: nella logica del legislatore europeo, la comunicazione tra azionisti e *management* è funzionale (anche) a obiettivi di efficienza del *mercato finanziario*, cui si ritiene giovi il ruolo attivo di soci “*engaged*” (cfr. ad es. consid. 14 SHRD II, nonché consid. 19 MAR; v. anche al § 2). Resta da esplorare – ma il tema esula dal presente lavoro – se forme di comunicazione e dialogo possano ritenersi meritevoli di tutela anche in società per azioni che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio: v. per un cenno D. LATELLA, *sub art. 130*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, Milano, 2016, p. 4010, pur confermando l'inesistenza, nel diritto nostro azionario, di un diritto del socio «all'informazione “continua” od a “richiesta” sui fatti di gestione» (p. 4006); in casi specifici, il diritto del socio (non di controllo) a richiedere informazioni all'organo amministrativo di una società non quotata è stato affermato riconducendolo nell'alveo del diritto all'alienazione della partecipazione azionaria: cfr. U. TOMBARI, *Problemi in tema di alienazione della partecipazione azionaria e attività di due diligence*, in *Banca borsa*, 2008, I, p. 65 ss. (spec. p. 70 ss.); R. SACCHI, *Due ipotesi di asimmetria informativa consentita nelle s.p.a. non quotate*, in P.

(c) *Il dialogo degli investitori istituzionali come “potere-dovere”, nella logica di strategie di investimento long term*

Ora, sebbene gli ambiti di comunicazione sopra richiamati vengano talora riferiti alla *generalità* degli azionisti (art. 83-*duodecies* TUF; considerando n. 19 MAR), gli *investitori professionali* sembrano in realtà porsi in speciale posizione rispetto agli altri per il carattere di *doverosità* che la loro interlocuzione con gli emittenti assume, doverosità che investe anche la programmazione *ex ante* del dialogo (attraverso la «politica di impegno» da adottarsi per l'art. 124-*quinquies*, comma 1, TUF) e la pubblicità *ex post* (comma 2). Tale differenziazione del ruolo degli investitori istituzionali rispetto agli altri azionisti si ricollega al loro compito di gestori, in varia forma, del risparmio altrui: compito riconosciuto come strategico per il funzionamento del mercato, specie al cospetto della “ri-concentrazione” degli assetti proprietari che caratterizza le società quotate nell'attuale fase storica<sup>52</sup>.

Il punto merita di essere brevemente sviluppato ponendo in relazione la *politica di impegno* degli investitori professionali (di cui al già richiamato art. 124-*quinquies* TUF) con la loro *strategia di investimento* che – nella disciplina degli artt. 124-*sexies*, comma 1, e 124-*septies*, comma 1, TUF – viene orientata verso il «rendimento a medio e lungo termine» delle partecipazioni azionarie in cui hanno investito. Come già nel caso della politica di impegno, anche le norme sulla strategia di investimento sono di *trasparenza* e non di comportamento dell'investitore<sup>53</sup>, ma si tratta di trasparenza diretta a

---

MARCHETTI-F. GHEZZI-R. SACCHI (a cura di), *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*, Milano, 2020, p. 52 ss.; però siamo qui al di fuori dell'instaurazione di un dialogo nel senso discusso nel testo.

(52) Si v. *supra*, par. 2. E v., recentemente, in tal senso, P. MARCHETTI-M. VENTURUZZO, *Il bon ton per parlare ai soci “impegnati”*, in *L'economia (Corriere della Sera)*, 19 luglio 2021, p. 23, dove affermano: «gli investitori maggiori sono anche formalmente obbligati ad adottare e pubblicare una “politica di impegno”, e diversi indici sostengono la doverosità, per almeno alcuni di loro e in alcune circostanze, di una interlocuzione, strumentale all'esercizio delle loro prerogative, con le società in cui investono».

(53) L'art. 124-*sexies* TUF prevede una *disclosure* nei confronti del pubblico a carico dei (soli) investitori istituzionali: «in che modo gli elementi principali della loro strategia di investimento sono coerenti con il profilo e la durata delle loro passività, in particolare delle passività a lungo termine, e in che modo contribuiscono al rendimento a medio e lungo termine dei loro attivi». L'art. 124-*septies* TUF, invece, prevede una *disclosure* a carico dei gestori di attivi nei confronti degli investitori istituzionali con cui hanno concluso «accordi di gestione». Anche la comunicazione annuale prevista da tale norma deve dar conto della coerenza tra strategia di investimento del gestore di attivi e rendimento a medio e lungo termine degli attivi degli investitori istituzionali o dei fondi.

verificare il perseguimento di obiettivi di *policy* chiaramente connotati (orientamento *long term*).

Anche là dove si fa riferimento agli accordi tra investitori istituzionali e gestori di attivi (comma 2 dell'art. 124-*sexies* TUF), si parla di vero e proprio «impegno» del gestore di attivi a «migliorar[e] i risultati a medio e lungo termine» delle società partecipate, nonché di «incentivo» «a prendere decisioni di investimento basate sulle valutazioni relative ai risultati finanziari e non finanziari a lungo e medio termine»: queste norme sono *di comportamento* poiché, limitando la discrezionalità del gestore di attivi nelle scelte e decisioni di investimento, le vincolano a un orizzonte temporale<sup>54</sup> che viene assunto dall'ordinamento come rispondente agli interessi dei clienti-investitori finali<sup>55</sup>. Nella stessa direzione, si registra un' enfasi nei confronti di politiche di investimento attente ai risultati «finanziari e non finanziari» delle società partecipate, nella logica di sostenibilità dell'investimento fatta propria dall'assetto legislativo europeo<sup>56</sup>.

---

(54) Beninteso, la legge non definisce che cosa si intenda per «medio e lungo termine». Dall'ordinamento societario, peraltro, emergono talune indicazioni che declinano tale orizzonte temporale nell'intorno di un quinquennio. Cfr., per alcune considerazioni e per altri riferimenti, M. STELLA RICHTER *jr*, *Long-Termism*, in *Riv. soc.*, 2021, spec. p. 34 ss.; M. EREDE-G. SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 970.

(55) I vincoli richiamati nel testo riguardano, da un lato, gli «investitori istituzionali», cioè le imprese di assicurazione e i fondi pensione (le cui passività sono *strutturalmente* di lunga durata) e, dall'altro, le sole società di gestione del risparmio che investono le riserve e disponibilità degli stessi investitori istituzionali con cui concludono «accordi di gestione» (cfr. art. 124-*sexies*, comma 2, e 124-*septies* TUF) e che quindi ne «riflettono» il naturale orientamento al lungo termine. Le norme ora in commento non si applicano, invece, a quei fondi di investimento «liberi» da accordi con gli istituzionali, che ben possono perseguire strategie di breve termine, fermo l'obbligo di dar conto della loro *engagement policy* ex art. 124-*quinquies* TUF.

(56) Si v., per un esame coordinato delle varie disposizioni in tal senso, P. MONTALENTI, *Il socio di società quotata*, cit., p. 235 ss. L'abbinamento di orientamento *long term* e risultati non finanziari corrobora l'assunto per cui la formula del «lungo termine» avrebbe un ruolo «retorico», nel senso di «prestare formale ossequio alla prospettiva dello *shareholder value*, ma di consentire la considerazione con essa anche degli interessi di altri *stakeholders*, da cui nel lungo periodo la continuazione dell'impresa non può per molti aspetti prescindere»: cfr. C. ANGELICI, «Potere» e «interessi» nella grande impresa azionaria: a proposito di un recente libro di Umberto Tombari, in *Riv. soc.*, 2020, p. 22 s., in coerenza con gli orientamenti espressi, tra gli altri, da L.E. STRINE, *One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Act and Think Long Term?*, in 66 *The Business Lawyer*, 2010, p. 66. Il punto è ora sviluppato, con accenti

Ora, se la politica di investimento degli investitori istituzionali è orientata – *ope legis* – al lungo termine e alla considerazione di interessi anche non finanziari, la politica di impegno non può che riflettere e declinare tale obiettivo. L'*engagement* (e quindi il dialogo, che ne costituisce primario strumento di attuazione) diviene, in quest'ottica, un *potere-funzione* (o potere-dovere)<sup>57</sup>, perché da esercitare al servizio di interessi superiori: quelli degli investitori finali, che figurano quali ultimi *principals*-beneficiari di un investimento azionario mediato dall'intermediazione degli investitori istituzionali.

Va ancora osservato, sul punto, che la funzione (e il dovere) di *engagement* sembrano trascendere sempre più l'ambito privatistico dei rapporti tra società, gestori-azionisti e loro clienti, per abbracciare una prospettiva più ampia, che guarda alla stabilità e all'equilibrio complessivi del mercato finanziario<sup>58</sup>. In particolare, secondo una linea interpretativa

---

fortemente critici nei confronti del «mantra irrinunciabile» dei «*long-term objectives*», da M. STELLA RICHTER *jr*, *Long-Termism*, cit., spec. p. 21 ss.; v. anche – senza pretesa di completezza e limitandoci ad alcuni fra i più recenti contributi – N. CIOCCA, *Sostenibilità dell'attività di impresa e doveri degli amministratori*, in F. MASSA (a cura di), *Sostenibilità. Profili giuridici, economici e manageriali delle PMI italiane*, Torino, 2019, p. 77 ss.; G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di Blackrock*, in *Riv. soc.*, 2020, part. p. 68 ss.; M. VENTORUZZO, *Il nuovo Codice*, cit., part. p. 440 s. Prima della SHRD II, in senso critico sull'assunto del *long termism* come criterio orientativo degli obiettivi di *policy* perseguiti dal legislatore nell'ottica degli azionisti, M. EREDE-G. SANDRELLI, *Attivismo*, cit. p. 932 ss..

(57) Si v. ancora M. STELLA RICHTER *jr*, *Autonomia statutaria*, cit., p. 358, con un passaggio che merita di essere riportato per intero: «dove il diritto soggettivo [...] si caratterizza per il riconoscimento al singolo di un potere per la realizzazione di un suo interesse, [...] nel caso del potere in senso stretto questo è attribuito a tutela non di un interesse individuale del titolare, ma di un interesse superiore o, comunque, di un interesse altrui. Appunto perché tutelano un interesse che non è del titolare, i poteri in senso stretto costituiscono *funzioni* e il loro esercizio non è libero» (corsivo dell'Autore).

(58) Si registra quindi il superamento dell'ottica secondo cui l'impegno degli investitori istituzionali è funzionale alla tutela degli azionisti di minoranza, verso una *corporate governance* orientata al controllo dei rischi sistemici. Cfr., *ex multis*, W.G. RINGE, *op. cit.*, p. 92 ss., evidenziando inoltre la «integrazione» fra principi di *stewardship* e obiettivi di responsabilità sociale dell'impresa (c.d. *ESG*); I. CHIU-D. KATELOUZU, *op. cit.*, p. 144 ss., le quali osservano: «[i]n EU financial regulation, there is a considerable hardening of corporate governance norms [...] as these are seen as related to the proper risk management of financial institutions in order to achieve prudential stability»; in questa logica, analizzando il comportamento dei maggiori investitori istituzionali, intenti a massimizzare il valore di portafogli di investimento che «includono» gran parte delle società quotate, cfr. L. ENRIQUES-A. ROMANO, *Rewiring Corporate Law*, cit.. Nella nostra letteratura, v. ad es. U. TOMBARI, «Potere» e «interessi» nella grande impresa azionaria, Milano, 2019, p. 88 ss.; e A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori nella governance delle*

della SHRD II che merita considerazione – e che è corroborata dalla lettura degli artt. 124-*quinquies* e 124-*sexies* TUF<sup>59</sup> – la direttiva persegue l’obiettivo di estendere l’orizzonte degli investimenti (*assets*, attività) degli operatori istituzionali allineandolo a quello delle loro passività, e così di favorire una più consistente canalizzazione del risparmio nel finanziamento delle imprese<sup>60</sup>; inoltre, si responsabilizzano i soci professionali rispetto alle implicazioni sociali e ambientali dei loro investimenti, anche in termini di rischi sistemici e di stabilità finanziaria<sup>61</sup>. In quest’ottica, l’*engagement* (e con esso il dialogo) diviene una sorta di “funzione sociale”<sup>62</sup>, rispetto alla quale occorre declinare il comportamento degli attori coinvolti; oltre a interrogarsi, in prospettiva, su chi (oltre ai clienti dei gestori) sia legittimato a contestare utilizzi errati o distorti del relativo potere<sup>63</sup>.

---

*società*, in M. CERA-G. PRESTI (diretto da), *Il Testo unico finanziario*, cit., p. 1803 ss.

(59) Ma si v. anche, all’art. 193-*bis*.1 TUF, la sanzione amministrativa che presidia la violazione degli obblighi di trasparenza (e di *comply or explain*), a conferma delle implicazioni di interesse pubblico proprie della disciplina in esame.

(60) Sul piano macroeconomico, tale obiettivo assume oggi rilevanza particolare, nell’ottica di correggere la domanda degli investitori istituzionali verso prodotti a basso rischio offerti dal sistema parabancario (c.d. *shadow banking*), i cui attori tipicamente si finanziano a breve termine, ponendo rischi per la stabilità del sistema. Il punto è sviluppato da A. PACCES, *Shareholder Activism in the Capital Markets Union*, in E. AVGOULEAS-D. BUSCH-G. FERRARINI (a cura di), *Capital Markets Union in Europe*, Oxford, 2018, p. 507 ss., il quale tuttavia critica l’approccio regolatorio scelto dalle autorità europee, che utilizzano strumenti di disciplina del governo delle società quotate per perseguire obiettivi di stabilità del sistema finanziario: «for several reasons, corporate governance is not the right tool to improve the matching between assets and liabilities of the asset management industry» (*ivi*, p. 524 s.). Ad avviso dell’Autore, infatti, non è detto che l’orientamento al lungo termine favorisca la crescita di società che operano su mercati soggetti a rapido cambiamento.

(61) L’importanza di tale aspetto – cruciale soprattutto per le società che operano nei comparti bancari e finanziari – è evidenziata, ad es., da M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 1022 ss., il quale osserva come l’attenzione dei grandi investitori diversificati verso il tema dei rischi sistemici è collegato al fatto che gli stessi non possono essere mitigati ricorrendo alla tecnica della diversificazione.

(62) Cfr. I. CHIU-D. KATELOUZU, *op. cit.*, p. 144 ss., nonché recentemente A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori*, part. p. 1806 ss.

(63) Sui profili di responsabilità degli investitori istituzionali, sono diffuse in ambito statunitense letture che ricostruiscono loro *fiduciary duties* nei confronti sia dei clienti, sia degli altri azionisti, sia del mercato: cfr. *ex multis*, con diverse impostazioni, I. ANABTAWI-L. STOUT, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, in 60 *Stan. L.R.*, 2008, p. 1255 ss.; C. GEZCY E AA., *Institutional Investing When Shareholders Are Not Supreme*, in 5 *Harv. Bus. L. Rev.*, 2015, p. 73 ss.; L.E. STRINE, *Who Bleeds When the Wolves Bite? A Flesb-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate*

3.3. Accertato che l'attivazione di un dialogo con gli amministratori si configura come potere giuridicamente rilevante – e, specificamente per gli investitori istituzionali, come potere-funzione nell'interesse di terzi – è naturale ipotizzare la corrispondente esistenza (*i.e.* pre-esistenza, rispetto al codice di autodisciplina) di *doveri* in capo agli *amministratori* cui la richiesta di dialogo si indirizza.

A dire il vero, la validità di tale assioma di corrispondenza non è scontata, né sul piano dei principi generali<sup>64</sup>, né nella declinazione concreta, posto che – anche a ritenere esistente un tale dovere – è tutto da definire se esso si sostanzia in un mero obbligo (verso chi?) di *dar corso* a un'interlocuzione richiesta dai soci, oppure di *ricercare* il dialogo (con chi?), oppure ancora di *tenere conto*, nel processo decisionale, delle istanze rappresentate da investitori con cui si è dialogato.

Un primo spunto, fattuale, nel senso dell'esistenza di doveri attinenti al dialogo si coglie guardando nuovamente al dato della *ri-concentrazione* dell'azionariato negli emittenti, che vede protagonisti gli investitori istituzionali e spinge verso una maggiore interazione – che privilegia atteggiamenti cooperativi a comportamenti ostili – tra le diverse *constituencies* societarie. Tale interazione è incoraggiata dal sempre più diffuso riconoscimento che amministratori e *management* non sono gli unici “depositari” del patrimonio informativo utile per la gestione della grande impresa, ma l'esperienza e il contributo di

---

*Governance System*, 126 *Yale L. J.*, 2017, p. 1908 ss. (quest'ultimo sui doveri fiduciari degli *hedge funds*). In ambito italiano, si v. A. DACCÒ, *op. cit.* p. 1794 ss., nonché, per alcune ipotesi di inquadramento della responsabilità del socio (non controllante) al di fuori della c.d. responsabilità deliberativa, R. WEIGMANN, *I doveri di collaborazione degli azionisti*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Milano, 2010, p. 63 ss.; G. SANDRELLI, *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, Milano, 2017, p. 233 ss.

(64) Invero, la situazione di *dovere* è propria di colui al quale è rivolto l'esercizio di un *diritto soggettivo*, e non già l'esercizio di qualsiasi prerogativa ascrivibile alla categoria del *potere*: cfr. per tutti, P. RESCIGNO, *Manuale del diritto privato italiano*, Jovene, Napoli, 1973, p. 234. E v., in ambito societario, quanto avviene nel caso della direzione e coordinamento, dove – come noto – è discusso se al potere legittimo di chi esercita direzione e coordinamento *ex art. 2497 c.c.* corrisponda un dovere degli amministratori della società eterodiretta di eseguirne le direttive, quand'anche conformi ai principi di corretta gestione: v. per tutti G. SBISÀ, *sub Art. 2497*, commi 1-2, in G. SBISÀ (a cura di), *Direzione e coordinamento di società*, in P. MARCHETTI-L.A. BIANCHI-F.GHEZZI-M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2012, p. 29 ss. In logica simile, si afferma in ambito tedesco che il dialogo con gli investitori istituzionali è di per sé nell'interesse della società, ma il singolo socio non ha un *diritto* (né quindi il *board un dovere*) di instaurare tale dialogo: cfr. C. HIRT-K.J. HOPT-D. MATTHEUS, *Dialog*, *cit.*, p. 738, ripreso da G. STRAMPELLI, *I dialoghi*, *cit.*, p. 118.

soggetti professionali con investimenti diversificati costituiscono uno stimolo essenziale per la definizione dell'agire imprenditoriale<sup>65</sup>. Ciò è coerente, sul piano normativo, con l'obiettivo della *comunicazione* tra amministratori e soci, centrale nella recente legislazione europea (cfr., ad es., *supra*, al punto (b4)).

A tale considerazione si affiancano le istanze "istituzionalistiche", accolte dalla vigente disciplina, di cui poc'anzi si è dato conto: posto che l'*engagement* degli azionisti professionali è piegato alla realizzazione di un assetto di mercato non neutro rispetto alla finalità degli investimenti – e anzi connotato dal perseguimento di certi obiettivi di *policy* – sarebbe poco coerente, sul piano sistematico, se la "risposta" degli amministratori delle società destinatarie degli investimenti dipendesse da valutazioni pienamente discrezionali, lasciando il *board* completamente libero di valutare l'opportunità di una interlocuzione<sup>66</sup>.

Si può allora avanzare l'ipotesi che la comunicazione tra soci e amministratori (debitamente procedimentalizzata, com'è nelle raccomandazioni del codice di autodisciplina) venga considerata, anzitutto nelle società quotate, alla stregua di un tassello dei *principi di corretta amministrazione* che connotano, secondo l'orientamento ormai condiviso, i doveri degli amministratori e sul cui rispetto vigila l'organo di controllo (artt. 2403 c.c., 149, comma 1, lett. *b*) e *c*), TUF)<sup>67</sup>.

Tale ipotesi si rafforza se – come appare corretto sul piano generale – si concepisce la istituzione e cura di un'adeguata struttura organizzativa

(65) Cfr., anche per riferimenti, *supra*, par. 2.

(66) In ottica di mera opportunità, la programmazione di momenti di interlocuzione e dialogo con gli azionisti potrebbe comunque indurre la promozione del dialogo in relazione a materie che devono essere sottoposte al vaglio assembleare (come le politiche di remunerazione, le operazioni di fusione o l'emissione di nuove categorie di azioni). In questi casi, invero, "sondare" gli azionisti risponderebbe a un preciso interesse dell'emittente a evitare non soltanto le ripercussioni negative in termini reputazionali che discenderebbero dalla bocciatura in assemblea di una proposta consiliare, ma anche il verosimile conseguente aggiustamento in senso negativo del prezzo di mercato dei titoli.

(67) Sui principi di corretta amministrazione come clausola di integrazione, sul piano dei contenuti, dei doveri degli amministratori (e in particolare di quello specifico corollario del canone di diligenza che è il dovere di istituire assetti organizzativi adeguati), si rinvia a M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005, p. 622 ss.; e a P. MONTALENTI (fra gli scritti dedicati al tema, in particolare) *I principi di corretta amministrazione: una nuova clausola generale*, in M. IRRERA (diretto da), *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, Bologna, 2016, p. 6 s. Nel senso della piena riconducibilità della "corretta amministrazione" alla diligenza nell'adempimento dell'obbligazione gestoria (e quindi anche nella istituzione e cura di assetti adeguati), v. ora E. BARCELLONA, *Business judgment rule*, cit., part. p. 41 ss.

della società come obbligo rivolto non solo all'interno dell'impresa, ma anche ai rapporti verso l'esterno, *in primis* con i soci<sup>68</sup>. Lo stesso *dovere di agire informati* (art. 2381, comma 6, c.c.) – corollario fondamentale del dovere di diligenza – potrebbe colorarsi di una sfumatura inedita che non guarda solo, secondo l'abituale impostazione, ai flussi informativi endoconsiliari sui fatti di gestione, ma si rivolge anche all'ascolto di istanze provenienti dalla compagine dei soci e, segnatamente, dagli investitori istituzionali, cui l'ordinamento riconosce un ruolo di interlocutore "privilegiato"<sup>69</sup>.

È evidente, tuttavia, che la portata di tali considerazioni – del tutto generali e poco utili a orientare i comportamenti concreti – si arresta a una primitiva opzione "dialogo sì/no", senza fornire alcuna indicazione né sulle modalità di gestione dello stesso, né sull'eventuale obbligo, per gli amministratori, di tenere conto degli esiti delle interlocuzioni, laddove esse si sostanzino in proposte, istanze, richieste.

Per trarre maggiori indicazioni occorre invece guardare alle diverse *tipologie* di argomenti su cui il dialogo può aprirsi; argomenti che, come la prassi attesta, sono molteplici<sup>70</sup>, ma che – a costo di qualche forzatura – possono ai nostri fini essere raggruppati in tre categorie: temi attinenti alla gestione e all'elaborazione delle relative strategie, temi di *governance* e temi di responsabilità sociale dell'impresa.

3.3.1. Consideriamo dapprima le interlocuzioni su temi che attengono al merito della gestione d'impresa: definizione e revisione di linee strategiche e piani industriali, diversificazione delle linee di *business*,

---

(68) Sulla distinzione, in relazione all'obbligo di adeguatezza degli assetti, tra «*governance* interna, con riguardo alle modalità organizzative del sistema di amministrazione e controllo» e «*governance* esterna concernente la struttura proprietaria, il mercato del controllo, il ruolo del debito e del capitale», cfr. G. MERUZZI, *L'informativa endosocietaria nelle società per azioni*, in *Contr. impr.*, 2010, p. 739, e M. IRRERA, *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni tra vecchie e nuove clausole generali*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, p. 364 (da cui la citazione che precede).

(69) V. in tema P. MARCHETTI-M. VENTORUZZO, *op. cit.* p. 23, i quali, all'interrogativo «se la società sia tenuta ad accettare la richiesta di dialogo», offrono una prima «risposta, a rigore e in via generale, [...] negativa, fermo naturalmente che l'emittente abbia correttamente adempiuto a tutti i (già pervasivi) obblighi di *disclosure* previsti dalla legge». Gli Autori, però, «tenuto anche conto del potere-dovere degli intermediari di sollecitare l'*engagement*» concludono che «sarà spesso lo stesso dovere di diligenza degli amministratori a indurli a non eludere domande serie, che provengono da importanti investitori [...] e che non confliggono con legittime esigenze di riservatezza».

(70) Cfr. M. TONELLO-M. GATTI, *op. cit.* p. 22 ss.; M. GOLDSTEIN, *Defining Engagement*, cit., pp. 31 s., 37; M. GOLDSTEIN, *The State of Engagement*, cit., p. 16 ss.

politiche di finanziamento e livelli di indebitamento, investimenti e disinvestimenti in partecipazioni strategiche, progetti di aggregazione, *M&A* <sup>71</sup>. È, questo, il terreno d'elezione per il dialogo condotto dagli *hedge funds* e dagli investitori meno diversificati, il cui modello di investimento di norma prevede la generazione di rendimenti “*alpha*” (cioè specifici del singolo emittente) attraverso operazioni “trasformative” del *business* della partecipata, con ridefinizione profonda delle linee strategiche <sup>72</sup>.

Quando l'interlocuzione con i soci investe l'ambito imprenditoriale – e quindi valutazioni e scelte che sono rimesse all'organo amministrativo – entra in gioco il confronto con la “riserva gestoria” di cui all'art. 2380-*bis* c.c., la quale non risulta scalfita da alcuna delle previsioni (legislative e di autodisciplina) in tema di *engagement* degli azionisti. Anzi, nella prospettiva del dialogo, tale “riserva” non può essere relegata a mera regola di riparto di competenze tra assemblea e organo amministrativo, ma si presta a essere valorizzata come norma di protezione del *board* rispetto alle istanze (o pressioni) provenienti dai soci, pur nell'esercizio di un potere legittimo.

Infatti, nel sistema delle società azionarie, la concentrazione del potere gestorio in capo agli amministratori (e ai vertici aziendali che da essi dipendono) realizza un modello di centralità decisionale destinato a prevalere sull'esigenza di un flusso informativo e di una *accountability* continui nei confronti di (singoli gruppi di) azionisti e

---

(71) Si tratta, dunque, non solo di temi di esclusiva competenza degli amministratori, ma anche di materie (si pensi a una ricapitalizzazione o a una fusione) su cui i soci sono tenuti a esprimersi, ma la cui iniziativa, programmazione ed elaborazione costituiscono un “momento” della gestione e strategia di impresa sotto la responsabilità dell'organo amministrativo. In questo senso, pur ferma la inderogabile competenza dei soci sulla distribuzione di utili nel nostro ordinamento, possiamo considerare nel novero di tali materie anche le politiche di dividendo, che per le società quotate (specialmente in settori considerati a più modesto tasso di crescita, come quello delle *utilities* e quello bancario) costituiscono un *driver* fondamentale nelle scelte strategiche d'impresa.

(72) Sul modello di investimento dei fondi *hedge* “attivisti” la letteratura è vastissima; basti qui rinviare, per riferimenti, a C.N.V. KRISHNAN-F. PARTNOY-R.S. THOMAS, *The Second Wave of Hedge Fund Activism: The Importance of Reputation, Clout and Expertise*, in 40 *J. Corp. Fin.*, 2016, p. 296 ss.; A. HAMDANI-S. HANNES, *The Future of Shareholder Activism*, in 99 *Boston U. L. Rev.*, 2019, 973 ss. Con riferimento al nostro Paese, M. BELCREDI-L. ENRIQUES, *Institutional Investor Activism*, cit., p. 383 ss. Osservano una generale tendenza di mutamento nel comportamento degli *hedge funds* da un'attitudine contrappositiva a un'attitudine collaborativa, G.H. SHILL, *The Golden Leash and the Fiduciary Duty of Loyalty*, in 64 *UCLA L. Rev.*, 2017, p. 1256 ss.; e J.E. FISCH-S.M. SEPE, *Shareholder Collaboration*, p. 863 ss.

su loro pretese di interazione e monitoraggio<sup>73</sup>. Questo modello non è sovvertito dalla presenza di azionisti grandi, organizzati e informati, come gli investitori istituzionali: ciò non solo per ragioni di efficienza gestionale – che sono alla base della “divisione del lavoro” tra soci e amministratori tipica delle società per azioni – ma soprattutto perché le *responsabilità* discendenti dalla gestione sono concentrate sul ceto degli amministratori e solo nei confronti degli stessi possono essere fatte valere, in una logica che li vede interpreti esclusivi delle strategie imprenditoriali nell’interesse collettivo di tutti i soci<sup>74</sup>.

In coerenza con questo parametro organizzativo, si può ipotizzare che, ove siano in gioco decisioni imprenditoriali, il “dovere di dialogo” degli amministratori si limiti alla fase di ascolto e informazione, senza influenzare il processo decisionale vero e proprio (proposta, istruttoria e deliberazione). La “fattorizzazione” in tale processo di impulsi e istanze provenienti da singoli investitori rimane dunque una legittima

---

(73) Il tema della *accountability* del processo decisionale degli amministratori rispetto alle istanze provenienti dal dialogo evoca la discussione sul c.d. principio di *authority* nelle organizzazioni collettive, su cui v. naturalmente K.J. ARROW, *The Limits of Organization*, Norton & Co., New York, 1974, p. 68 s., per il quale è «cheaper and more efficient to transmit all pieces of information to a central place [...] to make the collective choice and transmit it rather than retransmit all the information on which the decision is based». Sul fatto che una penetrante *accountability* sia d’ostacolo all’*authority* del decisore centrale, lo stesso Autore osserva che «a sufficiently strict and continuous organ of [accountability] can easily amount to a denial of authority» (*ivi*, p. 78). Questi assunti sono alla base delle teorie societarie improntate alla valorizzazione e difesa del ruolo del *board* e del *management*, anche nei confronti della “pretesa” degli investitori istituzionali e in generale del “monitoraggio” attivo dei soci: basti il rinvio a S.M. BAINBRIDGE, *Investor Activism: Reshaping the Playing Field?*, UCLA School of Law Law&Economics Research Paper Series No. 08-12, 2012, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), part. pp. 3 ss., 13 ss., il quale difende la validità del modello “managerialista” anche in caso di concentrazione degli assetti proprietari.

(74) Si suole richiamare, in proposito, una “neutralizzazione” della funzione gestoria rispetto a condizionamenti e influenze esterne all’organo amministrativo: neutralizzazione che certo deve essere anzitutto riferita alle interferenze derivanti dagli interessi dei singoli amministratori (cfr. in argomento, ad es., G. GUIZZI, *Gestione dell’impresa e interferenze di interessi. Trasparenza, ponderazione e imparzialità nell’amministrazione delle s.p.a.*, Milano, 2014, part. p. 36 ss.; F. BARACHINI, *Tutela delle minoranze e funzione gestoria*, in ID. (a cura di), *La tutela del socio e delle minoranze. Studi in onore di Alberto Mazzoni*, Torino, p. 91 ss.), ma anche, in senso più lato, alla neutralità della conduzione imprenditoriale rispetto alla eterogeneità degli interessi degli azionisti, anche nel perseguimento di obiettivi di efficienza della gestione (v. C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* già diretto da A. Cicu, F. Messineo e L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, Milano, 2012, pp. 348 s., 353 ss.).

facoltà, rimessa alla concreta valutazione del *board* in assenza di vincoli e obblighi specifici di “tenere conto”, quand’anche derivanti dall’interazione con le politiche di *engagement* adottate da singoli investitori istituzionali che partecipano alla società<sup>75</sup>.

Da questa ipotesi discendono alcune conseguenze applicative. Anzitutto, sul piano procedurale, l’apertura del dialogo sulle *single* questioni gestorie dovrebbe rimanere di esclusiva e collegiale competenza del consiglio (quale “titolare” della riserva gestoria *ex art. 2380-bis c.c.*). Inoltre, il consiglio potrebbe decidere di limitare il dialogo sui temi imprenditoriali alle sole materie che non formano oggetto di delega gestoria al *chief executive officer*<sup>76</sup>, in sostanza scegliendo di mantenere l’interlocuzione con i soci al livello dell’alta amministrazione, e quindi degli obiettivi industriali, della definizione del *risk appetite*, delle operazioni straordinarie e di rilievo strategico (cfr. art. 1, racc. n. 1, del codice di autodisciplina). Si tratta di una soluzione coerente con quella adottata in talune esperienze straniere<sup>77</sup> e orientata a evitare che

(75) Cfr. *supra*, nt. 10.

(76) Per un’indicazione in questo senso, cfr. oggi il secondo dei *Principles* di Assonime: «The Policy considers at least the topics within the competence of the Board». Si ricorda che, nelle società quotate, l’attribuzione di deleghe al CEO, definito come “principale responsabile della gestione dell’impresa”, costituisce oggetto di specifica raccomandazione ai sensi del codice di autodisciplina (cfr. art. 2, racc. n. 4). Sul tema della “obbligatorietà” della delega nelle società quotate, si v. per tutti M. STELLA RICHTER *jr*, *Alcune riflessioni sulla disciplina dell’amministrazione delle società quotate*, in F. ANNUNZIATA (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, Milano, p. 308 s. E, in argomento, si vedano le osservazioni di G. MEO, *Per un ripensamento dell’organo amministrativo delle società quotate*, in AGE, 2019, part. p. 533, ove si osserva, con riferimento all’amministrazione delle grandi imprese quotate, che «[l]a delega [...] presuppone [...] l’appartenenza del potere all’entità delegante, quando invece la complessità dell’impresa suggerisce che all’organo collegiale il potere sostanziale non possa idoneamente appartenere per la sua intrinseca incapacità ad esercitarlo a causa delle aporie e asimmetrie informative, carenze di analisi, diversità recettive ed elaborative, disomogeneità di impegno e di *skill*». In questo senso, è più difficilmente concepibile un dialogo con il *board* rispetto a materie sulle quali il consiglio non sarebbe in condizione di esercitare i poteri manageriali che la legge in linea teorica gli attribuisce. Il che induce a ritenere che, ove un dialogo si instaurasse su questi temi, sarebbe il CEO stesso a rendersi interlocutore. Sul punto si v. *infra*, par. 5.2.

(77) Il *Deutscher Corporate Governance Kodex*, infatti, limita la propria raccomandazione sul dialogo tra consiglio di sorveglianza e investitori agli «aufsichtsrats-spezifische Themen» e quindi escludendo le materie gestorie attribuite al *Vorstand* (cfr. *Anregung A.3*). Il punto è sviluppato nei *Guiding principles for the dialogue between investors and German supervisory boards*, cit., dove si afferma che «[t]he development and implementation of the corporate strategy is the responsibility of the management board. In the context of a dialogue with investors, the supervisory board can explain

il *board* si trovi a interloquire su tematiche che appartengono alla sfera decisionale del CEO (o addirittura del *management*) e rispetto alle quali il compito del consiglio si limita al monitoraggio <sup>78</sup>.

Quanto alla conduzione del dialogo, il consiglio dovrebbe ritenersi libero di valutare – nei singoli casi o anche in via generale – la *non apertura* (o l'*interruzione*) del confronto su aspetti strategici rispetto ai quali certi investitori abbiano manifestato approcci ritenuti incompatibili con l'orientamento perseguito dal *board* (si pensi a una politica di dividendi conservativa rispetto alla quale i soci *hedge funds* abbiano già espresso la loro contrarietà) o rispetto ai quali si ritenga vi siano conflitti di interesse dell'azionista (si pensi a casi di operazioni di aggregazione dove l'investitore partecipa in entrambe le società coinvolte).

Più in generale, l'assetto derivante dall'applicazione dell'art. 2380-*bis* c.c. sembra dispensare gli amministratori da un onere di motivazione specifico, sia ove gli stessi abbiano ritenuto di non dar corso a interlocuzioni di sorta, sia ove i contatti abbiano avuto luogo, ma non abbiano condotto a esiti meritevoli di considerazione, sempre ad avviso degli amministratori <sup>79</sup>. In questo senso, la politica di gestione del dialogo dell'emittente potrà – e verosimilmente anche dovrà – introdurre differenziazioni nella "intensità" dell'onere d'ascolto sia in base all'oggetto della richiesta, sia in base ai tempi e ai modi con cui questa è formulata. Evidentemente, richieste che attengono al merito della gestione o che vengono reiterate pur avendo già dato luogo a precedenti interlocuzioni potranno essere disattese <sup>80</sup>.

---

its participating role within the strategy process and its assessment of the implementation» (*guiding principle* n. 5). Cfr. in argomento K.J. HOPT, *The Dialogue*, cit., p. 99 ss.

(78) Ciò, a maggior ragione, ove l'emittente adotti il modello dualistico, tenuto conto che, in tal caso, i principi e le raccomandazioni che il nuovo codice di autodisciplina dedica all'organo amministrativo (inclusa quelli sul dialogo) vanno intesi come rivolti al consiglio di sorveglianza, al quale devono essere attribuite le c.d. funzioni di alta amministrazione (cfr. la definizione di *organo amministrativo* in apertura del codice).

(79) Si è evidenziato, invero, come la motivazione degli atti gestori e delle deliberazioni del consiglio di amministrazione (non prevista dalla legge in via generale) non sempre sia necessaria. Il tema è però di complessa trattazione e conviene rinviare, in proposito, allo studio di L. MARCHEGIANI, *La motivazione delle deliberazioni consiliari nelle società per azioni*, Milano, 2018, spec. pp. 37 ss. e 191 ss. V. anche, sul problema dell'obbligo generale di motivazione nel diritto societario, A.D. SCANO, *La motivazione delle decisioni nelle società di capitali*, Milano, 2018, spec. p. 277 ss.

(80) Cfr. C. MOSCA, *Director-Shareholder Dialogues*, cit., p. 850, secondo la quale «[d]irectors are not compelled to satisfy all requests from shareholders, only those that represent a genuine and constructive exercise of monitoring». Negli Stati Uniti, lo *SDX Protocol*, ossia le linee guida in materia di *engagement* adottate negli Stati Uniti

3.3.2. Su un piano diverso si collocano quelle forme di *engagement* (e, specificamente, di dialogo) che mirano all'obiettivo di modificare il governo societario dell'emittente.

Guardando all'evidenza empirica, va ricordato che i temi di *governance* sono protagonisti nelle iniziative provenienti dagli investitori istituzionali<sup>81</sup>; e, sul piano giuridico, va nuovamente richiamata l'enfasi del legislatore europeo sull'*engagement* degli azionisti proprio in rela-

---

dallo *Shareholder-Director Exchange*, un gruppo di lavoro composto da amministratori indipendenti e da rappresentanti dei principali investitori istituzionali, individua alcuni fattori che gli emittenti dovrebbero tenere in considerazione nel valutare se fare o accettare una richiesta di *engagement*, come ad esempio l'utilità che ci si attende dal confronto con l'investitore in questione, l'orizzonte temporale del suo investimento nell'emittente, l'adeguatezza dell'argomento proposto come oggetto del dialogo, l'importanza o rilevanza dell'argomento medesimo. Cfr. SHAREHOLDER-DIRECTOR EXCHANGE, *The Shareholder-Director Exchange Introduction and Protocol*, 2014, disponibile sul sito [www.sdxprotocol.com](http://www.sdxprotocol.com), p. 12. Le politiche di gestione del dialogo pubblicate da alcuni grandi emittenti italiani si pongono in quest'ottica, lasciando al decisore (di solito, il CEO, d'intesa con il presidente: v. sotto) la responsabilità di non aprire il dialogo in situazioni di ritenuta "problematicità" del dialogo. Ad esempio, la *Politica di gestione del dialogo con la generalità degli investitori* di Assicurazioni Generali S.p.A. prevede che il riscontro a una richiesta di dialogo tenga conto di fattori quali «il potenziale interesse dell'argomento da trattare per un più o meno vasto numero di Investitori», «la presenza di eventuali politiche di voto o raccomandazioni di voto sfavorevoli alle proposte del Consiglio», «la presenza di eventuali situazioni di conflitto di interesse [...] degli Investitori», «il prevedibile approccio degli Investitori rispetto alle materie oggetto di Dialogo, anche tenuto conto delle politiche di impegno adottate dagli investitori istituzionali e dai gestori di attivi». Criteri simili sono ripresi nel commento al quarto dei *Principles* di Assonime, che peraltro rimette ai c.d. *Responsible Directors* (di norma, presidente e CEO) la decisione su un eventuale rifiuto di dialogo.

(81) Cfr. M. TONELLO-M. GATTI, *op. cit.* p. 22 ss.; EY-ASSOGESTIONI, *Monitoraggio*, cit., p. 8. V. anche H.C. HIRT-K.J. HOPT-D. MATTHEUS, *Dialog*, cit., p. 729. Non va sottovalutato, al riguardo, che la preminenza dei temi di *governance* (e, più latamente, *ESG*) nella discussione tra soci e amministratori può spiegarsi sulla base delle maggiori economie di scala che gli investitori più diversificati (specie gli istituzionali e i c.d. *passive owners*) possono conseguire concentrando il proprio *engagement* sulle materie in questione. Si è osservato, in effetti, che l'attivazione di un dialogo su temi strategici-gestionali (necessariamente *firm-specific*) richiede un'impegnativa attività di indagini e preparazione che i *team* dedicati all'*engagement* di cui gli investitori istituzionali dispongono (esigui e con *budget* limitati) difficilmente possono intraprendere. Sul punto, v. C.Y. WONG, *Why stewardship is proving elusive for institutional investors*, in *Butterworths J. Int'l Bank. & Fin. L.*, 2010, p. 409 s.; J. WINTER, *Shareholder Engagement and Stewardship*, cit., p. 13 s.; L.A. BEBCHUK E AA., *The Agency Problems of Institutional Investors*, in 31 *J. Econ. Persp.*, 2017, p. 99 ss.; G. STRAMPELLI, *Are Passive Index Funds Active Owners? Corporate Governance Consequences of Passive Investing*, in 55 *San Diego L. Rev.*, 2018, p. 835 s.

zione ai temi di governo societario: è in quest'ambito – come si è visto – che assistiamo alla “funzionalizzazione” del potere degli investitori istituzionali divenuto centrale nei rapporti fra azionisti e amministratori secondo l'impostazione accolta nella SHRD II <sup>82</sup>.

Il dato si pone in coerente relazione con lo speciale regime di trasparenza e *accountability* cui sempre più, nelle società quotate, sono soggette le materie che investono la relazione tra soci e amministratori. Si tratta, in primo luogo, delle materie direttamente attratte nella *competenza* dell'assemblea, tra cui: la nomina o integrazione dell'organo amministrativo, e dunque – a livello di elaborazione di proposte da parte del consiglio in carica – l'individuazione dei criteri quali-quantitativi per la composizione del *board*, destinati a influire sulla formazione delle liste di candidati proposte dai soci (cfr. art. 4, racc. 23, del codice) <sup>83</sup>; la politica di remunerazione della società, sulle quali il voto dell'assemblea è oggi «vincolante» (art. 123-ter TUF), oltre alle proposte relative ai compensi del consiglio di ammi-

---

(82) Cfr. *supra*, par. 3.2(c). Il «governo societario» è espressamente menzionato fra gli aspetti oggetto di monitoraggio da esplicitare nella politica di impegno degli investitori professionali (artt. 3-*octies* SHRD II e 124-*quinquies* TUF); e il «maggiore coinvolgimento degli azionisti nel *governo societario*» degli emittenti quotati (consid. 14 SHRD II) evoca un loro specifico intervento proprio sulle questioni di *governance*. L'enfasi di cui si dà atto nel testo è riflessa anche nelle politiche pubblicate a seguito dell'entrata in vigore del Codice di Corporate Governance. Ad esempio, la *Politica di gestione del dialogo con la generalità degli investitori* di Assicurazioni Generali S.p.A. individua i principali «argomenti di discussione» nella *corporate governance*, oltre che nel «perseguimento del successo sostenibile», nella «sostenibilità sociale e ambientale», nelle «politiche di remunerazione», nel «sistema di controllo interno e gestione dei rischi» (cfr. p. 8). Con simili accenti v. anche la *Politica di gestione del dialogo con la generalità degli investitori* adottata da Italgas S.p.A., p. 6 s. V., ora, il commento al secondo dei *Principles* di Assonime.

(83) Sul delicato rapporto tra libertà del socio nella formazione delle liste e ruolo di orientamento del consiglio rispetto alla composizione “ideale” dell'organo amministrativo, cfr. in particolare M. STELLA RICHTER *jr*, *In principio*, cit., p. 26 s., il quale evidenzia il «profilo imprenditoriale» delle scelte dell'*incumbent board* in tale ambito (che ricomprende, come l'Autore stesso sottolinea, anche la presentazione di una lista di candidati da parte del consiglio uscente, oltre che l'elaborazione di piani di successione; il tema della «equilibrata nomina del nuovo consiglio di amministrazione nell'interesse della *impresa* societaria» era precedentemente sviluppato anche in ID., *Il quadro legislativo italiano in materia di nomina ed elezione del consiglio di amministrazione: un modello o un'anomalia?*, in ODCC, 2017, p. 187 ss.). V. anche E. PUCCI, *Regole di composizione e presentazione della lista del consiglio di amministrazione uscente nelle società quotate*, in questa *Rivista* 2018, II, p. 63 ss.; M. VENTORUZZO, *Note sulla lista del consiglio uscente per l'elezione degli amministratori nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, p. [6].

nistrazione (art. 2389 c.c.) e ai piani di compensi basati su strumenti finanziari (art. 114-*bis* TUF).

In secondo luogo, vi sono temi (le scelte sull'assetto organizzativo di vertice dell'emittente, a partire dalla articolazione delle deleghe, dei comitati interni al consiglio, delle linee di indirizzo del sistema di controllo interno che spetta al *board* definire: cfr. art. 6, racc. 33, del codice; il ruolo del *monitoring board*; le scelte relative all'adesione ai codici di autodisciplina anche di settore) che, sebbene non di diretta competenza dell'assemblea, confluiscono nella *relazione sul governo societario*; quest'ultima, pur non formando oggetto di approvazione da parte dei soci in quanto compresa nella relazione sulla gestione allegata al bilancio, è parte del bagaglio informativo fornito *ex lege* ai soci nell'ambito del procedimento assembleare, oltre ad assumere nei fatti un peso importante per le raccomandazioni formulate dai consulenti di voto.

A questi argomenti vanno infine aggiunte le specifiche proposte che il consiglio di amministrazione ritenesse autonomamente di formulare all'assemblea dei soci, vuoi circa le regole di organizzazione della società (modifiche dello statuto e dei regolamenti assembleari), vuoi – ove lo statuto lo consenta – mediante la formazione di liste di candidati da parte del consiglio uscente.

Ebbene, tanto l'assetto legale di competenze, quanto il ruolo riconosciuto al monitoraggio degli investitori professionali sulle materie in questione nella logica della SHRD II paiono oggi idonei a fondare una sorta di *presunzione* di interesse "sociale" all'apertura di un dialogo con questi ultimi. In quest'ottica, la decisione del *board* di consultare, *anche selettivamente*, gli azionisti (tipicamente istituzionali) nella fase di elaborazione di proposte e valutazioni attinenti al governo societario non pare richiedere che una specifica motivazione debba essere esplicitata<sup>84</sup>. Anzi, è da ritenersi che la politica di dialogo *debba* prevedere momenti di interlocuzione (sia periodica, sia occasionale) con gli investitori sui temi in questione.

Per converso – e al contrario di quanto prospettato in precedenza per le materie di attinenza gestoria – la mancata considerazione di proposte o istanze provenienti dalla compagine degli investitori professionali (o alcuni di essi) dovrebbe soggiacere a un obbligo di adeguata giustificazione, di cui il processo decisionale adottato dal consiglio di amministrazione dovrà farsi carico, pena la censurabilità dello stesso sotto il profilo della violazione dei principi di corretta amministrazione

---

(84) V. anche *infra*, par. 5.1.

(v. *supra*), con conseguente possibile perdita della protezione offerta dalla *business judgment rule*<sup>85</sup>.

Ciò non implica, naturalmente, che sussista in capo agli amministratori un vincolo a seguire eventuali indicazioni, auspici o pressioni manifestati da soci in ordine a possibili cambiamenti nella *governance* dell'emittente. Si pensi alla richiesta di un socio affinché il consiglio di amministrazione sottoponga all'assemblea una proposta di modifica statutaria del sistema di voto di lista (ad esempio, il passaggio da un sistema maggioritario a quello proporzionale), oppure alla richiesta di modificare, nella politica sulla remunerazione, le modalità di individuazione degli obiettivi di *performance* da cui dipende la componente variabile del compenso degli organi delegati. Anche queste iniziative, come tutte quelle collegate alle interlocuzioni con i soci, saranno necessariamente soggette a un vaglio discrezionale degli amministratori, che portano la responsabilità delle scelte conseguentemente adottate.

3.3.3. Accanto alle istanze riguardanti il governo degli emittenti possono collocarsi – ma per motivi in parte diversi – quelle che riguardano i temi della responsabilità sociale dell'impresa e del rapporto con *stakeholders* diversi dagli azionisti. È questa l'area dove la funzionalizzazione del “potere di dialogo” degli investitori professionali è massima (cfr. *supra*, par. 3.2).

A questo riguardo, va colto come la considerazione di interessi “altri” non figuri soltanto come frutto dell'iniziativa degli amministratori, secondo una logica tradizionale di *corporate social responsibility* che vede l'organo amministrativo impegnato a contemperare l'interesse lucrativo dei soci con quello di altri soggetti con la cui sfera di interessi l'impresa interagisce. Infatti, l'attuale normativa europea mette in luce il ruolo dei *soci* (e in particolare degli investitori istituzionali) nel farsi portatori di tali istanze<sup>86</sup>, sicché l'esigenza di contemperamento di

(85) Cfr. *supra*, nt. 37 e testo corrispondente.

(86) Va ancora richiamato l'art. 124-*quinquies* TUF in tema di politica di impegno degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi, laddove, da un lato, si precisa che il monitoraggio sulle società partecipate riguarda specificamente l'impatto sociale e ambientale e, dall'altro, si chiede di dar conto della comunicazione tra soci e «pertinenti portatori di interesse delle società partecipate». E, nella prassi, v. in particolare il nuovo *UK Stewardship Code 2020*, dove l'attenzione alle tematiche sociali e ambientali degli emittenti partecipati figura nell'introduzione: «Environmental, particularly climate change, and social factors, in addition to governance, have become material issues for investors to consider when making investment decisions and undertaking stewardship. The Code also recognises that asset owners and asset managers play an important role

interessi (azionisti-*stakeholders*) matura al livello di coloro ai quali il risultato dell'attività di impresa è primariamente destinato<sup>87</sup>. Ciò ha il duplice effetto, da un lato, di vincolare maggiormente le scelte del consiglio sulle tematiche ESG, dato che l'iniziativa proviene da coloro cui gli amministratori debbono rispondere in forza delle regole societarie<sup>88</sup>; e, dall'altro, di stemperare in capo all'organo amministrativo il conflitto tra perseguimento del solo interesse lucrativo dei soci e gli interessi di altri *stakeholders*.

In quest'area, più ancora che in quella della *corporate governance* sopra esaminata, lo strumento del dialogo riveste un'importanza particolare<sup>89</sup>. Invero, alla "responsabilizzazione" dei soci investitori

---

as guardians of market integrity and in working to minimise systemic risks as well as being stewards of the investments in their portfolios». V. anche il *Principle 7* (in tema di *investment approach*): «Signatories should explain [...] the processes they have used to [...] integrate stewardship and investment, including material ESG issues, to align with the investment time horizons of clients and/or beneficiaries». In misura meno incisiva, anche il *Principio 3* dei *Principi italiani di stewardship* promossi da Assogestioni prevede che «[l]e Società di gestione potrebbero voler intervenire, ad esempio, quando nutrono rilevanti preoccupazioni in merito alla strategia e alle performance dell'emittente quotato partecipato, alla sua governance o al suo approccio a questioni ambientali e sociali» (corsivo aggiunto).

(87) Esigenza avvertita da chi ritiene che, senza l'impulso dei soci, ai quali gli amministratori direttamente rispondono, sia irrealistico prefigurare una effettiva attenzione agli aspetti ESG da parte del *board*: cfr. ad es. L.E. STRINE, *Toward Fair and Sustainable Capitalism. A Comprehensive Proposal to Help American Workers, Restore Fair Gainssharing Between Employees and Shareholders, and Increase American Competitiveness by Reorienting Our Corporate Governance System Toward Sustainable Long-Term Growth and Encouraging Investments in America's Future*, University of Pennsylvania, Inst. for Law & Econ Research Paper No. 19-39, 2019, disponibile sul sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), part. p. 8 ss. Sul tema specifico dell'*enforcement* in ambito ESG (anche rispetto all'applicazione dell'art. 2395 c.c.), v. le riflessioni di V. CALANDRA BUONAUORA, F. DENOZZA, M. LIBERTINI, G. MARASÀ, M. MAUGERI, R. SACCHI e U. TOMBARI, in A. PERRONE (a cura di), *Sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, in *Rivista ODC*, 2019, p. 589 ss.

(88) Sui rischi di eccessiva discrezionalità del consiglio nella ponderazione delle istanze ESG – e sui rapporti con una, spesso fraintesa, *business judgment rule* – v., *ex multis* e limitandosi ai contributi più recenti, oltre agli Autori citati alla nota precedente, M. MAUGERI, «*Pluralismo*» e «*monismo*», cit., p. 642: «la teoria che assegna agli amministratori il compito di ricercare un "concordanza pratica" tra i vari interessi dà luogo a incertezza giuridica [...] e alla possibilità di giustificare qualunque scelta richiamandosi al vantaggio ora dell'uno, ora dell'altro gruppo di *stakeholders*» (corsivo nell'originale); M. VENTORUZZO, *Brief Remarks*, cit., p. 49 s. V. inoltre gli scritti di Angelici, Stella Richter jr e Strampelli, citati alla nt. 56.

(89) Importanza già rilevata, seppure in un contesto macroeconomico oggi superato, da D. PREITE, *Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni*, in

istituzionali rispetto alle implicazioni sistemiche, sociali e ambientali dei loro investimenti, non fa fronte un accrescimento delle competenze assembleari tale da attribuire ai soci potere decisionale su questi temi. Inoltre, gli strumenti tipici di *enforcement* disponibili agli azionisti nei confronti degli amministratori (come l'azione di responsabilità) non sono attivabili a tutela di interessi "altri", ma solo a fronte della violazione di diritti soggettivi della società o di singoli soci (salvo ovviamente, nei casi più gravi, danni reputazionali o lesioni patrimoniali derivanti da responsabilità risarcitoria verso terzi, come nel caso del danno ambientale). In questo senso, il dialogo può svolgere una funzione di "cinghia di trasmissione" tra istanze dei soci e risposta del *board*: un'interlocuzione rendicontata e tracciabile che consente una successiva verifica del comportamento degli amministratori, anche al fine di eventuali iniziative di reazione sotto forma, ad esempio, di mancato rinnovo dei consiglieri o, al limite, di revoca per giusta causa.

Da ciò può farsi discendere – analogamente a quanto osservato per le materie di *corporate governance* – un dovere del consiglio di *ricercare* con gli investitori professionali un dialogo sui temi di sostenibilità, nonché di motivare, nei propri processi decisionali, se e come si sia tenuto conto delle istanze rappresentate da tali interlocutori.

4. Se è dunque ipotizzabile – nei termini anzidetti – un "dovere di dialogo" degli amministratori *con gli investitori istituzionali*, occorre d'altra parte considerare la previsione del Codice di Corporate Governance secondo cui il dialogo oggetto della «politica di gestione» va inteso nei confronti della «*generalità degli azionisti*»; formula, quest'ultima, come detto non presente in altre esperienze straniere<sup>90</sup>.

È, questo, l'ambito (ben rodato nella prassi) dell'*investor relation*, che si sostanzia nei vari momenti di comunicazione e confronto che

---

*Riv. soc.*, 1993, part. p. 522 ss. L'autore descriveva (seppure in chiave critica) un modello nel quale gli investitori istituzionali avrebbero svolto attività di monitoraggio «innanzitutto tramite un dialogo ricorrente con il management, che consenta un reciproco arricchimento di competenze e quindi un miglioramento decisionale»; ciò nell'ottica di un «dialogo, se non [di] un esplicito coordinamento, tra diversi interessi» di rilievo anche pubblicistico – che oggi definiremmo *ESG* – di cui i fondi di investimento e i fondi pensione sarebbero stati interpreti.

(90) Si v., ad es., il *Corporate Governance Code* inglese, dove la raccomandazione sulla ricerca dell'*engagement* è intesa nei confronti dei soli «major shareholders» (cfr. Provision 3). Altri codici (ad esempio, quello belga, spagnolo e danese) fanno generico riferimento agli "azionisti" o agli "investitori", dedicando poi specifici accenni agli investitori istituzionali.

gli emittenti sono soliti organizzare per intensificare e migliorare la comunicazione anche al di fuori della stagione assembleare<sup>91</sup>: si pensi alla presentazione dei risultati di periodo, così come all'approvazione o all'aggiornamento di piani strategici; oppure a presentazioni (nell'ambito di *conference calls* dedicate o di *roadshows*) in occasione dell'approvazione – e dopo l'annuncio al mercato – di operazioni straordinarie che non siano di competenza dell'assemblea o che saranno ad essa sottoposte solo in futuro<sup>92</sup> o, ancora, incontri annuali con la comunità finanziaria, nel corso dei quali il *top management* della società può recepire istanze provenienti dal mercato<sup>93</sup>.

Ora, gli eventuali supplementi di informazione forniti nel corso di tali momenti comunicativi si *aggiungono* all'informazione societaria obbligatoria (*ex art. 17 MAR*, nonché ai sensi degli artt. 114 e 115 TUF, e 70 ss. Regolamento Emittenti) e, di norma, non contengono elementi *price sensitive*, ma servono una migliore o più fruibile rappresentazione di elementi quantitativi già presenti o deducibili sulla base dei comunicati stampa o degli altri documenti di informazione obbligatoria. Ed è vero che tali eventi vedono sovente, come *target* privilegiato, gli investitori professionali, ma gli emittenti sono soliti mettere a disposizione del pubblico la documentazione presentata, nell'ottica di ridurre il rischio di disparità informative fra i partecipanti e il resto del pubblico.

Vi sono, poi, forme di comunicazione tra emittente e soci che possono avere, quale *target* specifico, tipicamente la componente *retail* (in genere o attraverso associazioni di azionisti). Il riferimento, naturalmente, è ai generali strumenti di comunicazione (dal sito *Internet* ai *social network*) e a quelli specificamente funzionali agli eventi assembleari (si pensi ai *Q&A* pubblicati rilevanti ai fini dell'art. 127-ter, comma 2, TUF). Si assiste, poi, a campagne mirate a "*fidelizzare*" certe tipologie di soci mediante la sensibilizzazione nei confronti di

---

(91) Sulle differenze tra le comunicazioni rivolte agli azionisti da parte della funzione di *investor relations* ed *engagement* tra amministratori e soci, si v. G. STRAMPELLI, *Knocking at the Boardroom Door*, cit., p. 193 s.; ID., *I dialoghi*, cit., p. 108 ss.

(92) Ad esempio, il lancio di un'offerta pubblica di acquisto su un altro emittente (operazione, di regola, di competenza del consiglio di amministrazione) oppure l'approvazione di un accordo strategico che porterà a una fusione con un *partner* nell'arco di alcuni mesi o anni.

(93) Le politiche di dialogo recentemente adottate da alcuni emittenti in ottemperanza alla previsione del Codice di Corporate Governance spesso offrono una "mappatura" completa dei momenti comunicativi esemplificati nel testo: v., ad esempio, la *Politica di gestione del dialogo con la generalità degli azionisti* di Poste Italiane S.p.A., p. 7 ss.

politiche di dividendo stabili o tramite strumenti promozionali<sup>94</sup>. In occasione di operazioni straordinarie, la comunicazione può assumere tratti *sollecitativi*, evidenziandone i vantaggi per il singolo azionista<sup>95</sup>: va richiamato, in proposito, come forma “estrema” di promozione, lo strumento tipico della sollecitazione di deleghe, accessibile anche all'emittente in qualità di promotore (art. 136 TUF).

Orbene, l'analisi in precedenza condotta porta a escludere una *equiparazione* tra investitori istituzionali e altri azionisti nelle interlocazioni extra-assembleari con il *board*, date le funzioni e i compiti specifici che la legge sembra oggi attribuire (solo) ai primi (par. 3.2)<sup>96</sup>. Vi è, certo, il riferimento alla «generalità degli azionisti» contenuto nel Codice, ma – alla luce del contesto normativo – esso non pare tanto da intendersi come indice di uno specifico dovere di dialogo degli amministratori nei confronti di soggetti non professionali, quanto come raccomandazione che la politica di gestione del dialogo si faccia carico *anche* di descrivere i momenti comunicativi che coinvolgono la totalità degli azionisti; con ciò, richiamando l'attenzione dell'interprete verso il tema della parità di accesso degli azionisti all'informazione veicolata in tali momenti di confronto.

È invece importante sottolineare come il “patrimonio informativo” messo a disposizione della generalità degli azionisti attraverso i momenti di *investor relation* costituisca una base fondamentale alla quale

---

(94) Nella prassi italiana si osservano, ad esempio, “club” di azionisti *retail*, organizzati su iniziativa dell'emittente, l'appartenenza ai quali dà accesso a sconti e promozioni sull'acquisto di prodotti aziendali.

(95) È evidente la diversità dello strumento in questione rispetto a quello dei sondaggi di mercato (*ex art. 11 MAR*), posto che le forme di comunicazione descritte nel testo non sono prodromiche allo *studio* di un'operazione non ancora deliberata dal consiglio di amministrazione, bensì presuppongono tale deliberazione. Il tema diviene, semmai, quello della coerenza con le informazioni pubblicate in queste occasioni con quelle già diffuse in precedenza; e, al riguardo, limiti comunicativi specifici derivano dai vincoli posti all'attività promozionale dell'emittente in termini, ad esempio, di divieto (in Italia) di diffusione di messaggi pubblicitari prima che sia pubblicato il prospetto relativo a prodotti diversi da strumenti finanziari comunitari (art. 101 TUF).

(96) Coerentemente, alcune politiche di gestione del dialogo pubblicate a seguito dell'entrata in vigore del Codice escludono dal proprio ambito di applicazione le “tradizionali” attività di *investor relation*, limitandosi a disciplinare «il Dialogo extra-assembleare tra il Consiglio e i rappresentanti degli Investitori su tematiche di competenza consiliare» (così, ad esempio, la *Politica di gestione del dialogo con la generalità degli investitori* di Assicurazioni Generali S.p.A., p. 1). Invece, i *Principles* di Assonime sembrano ricondurre il riferimento alla generalità degli azionisti al dovere di parità di trattamento: «This means that the dialogue aims at involving all kind of current and potential shareholders without discrimination» (commento al *Principle 2*).

possono agganciarsi episodici momenti di approfondimento “selettivo” con singoli investitori: il che – secondo quanto si osserva nella prassi – può stemperare i timori e i rischi di una disparità di trattamento informativo tra soci in tali momenti di approfondimento, proprio alla luce della significativa mole di informazioni già disponibili al pubblico e rielaborabili dagli investitori.

4.1. A fianco del dialogo con gli investitori professionali – e a sua volta distinto dalle interlocuzioni con la «generalità degli azionisti» – vi è poi l'ambito delle interlocuzioni con i soci che siano detentori di partecipazioni *rilevanti*: si pensi, in particolare, alle interlocuzioni volte a verificare e condividere selettivamente con gli azionisti più significativi<sup>97</sup> opzioni strategiche, orientamenti di *governance* o anche scelte riguardanti specifiche operazioni straordinarie<sup>98</sup>. Quando non sia coinvolto il socio di controllo (cfr. par. 3.1), siamo tendenzialmente al di fuori di quell'area di “doverosità” delle comunicazioni cui in precedenza si è fatto cenno<sup>99</sup>.

La questione che si pone è, allora, quella di giustificare l'interesse della società ad avviare un'interlocuzione selettiva: interesse che è ben individuabile là dove si tratti di sondare la base stabile dei soci in vista di un voto assembleare (una specifica operazione straordinaria, la distribuzione degli utili, le politiche di remunerazione), ma che può sussistere anche quando l'interlocuzione abbia ad oggetto temi non strettamente assembleari<sup>100</sup>; e ciò, tanto sul fronte della *corporate*

---

(97) Un esempio di categoria relativamente omogenea di azionisti, diversi sia dal *retail* sia dall'investitore professionale cui si rivolgono gli artt. 124-*quater* ss. TUF, sono le fondazioni bancarie che partecipano in misura significativa all'azionariato dei gruppi creditizi italiani. Sulla differenza tra fondazioni bancarie e investitori istituzionali e sull'evoluzione del loro ruolo di azionisti negli istituti di credito, cfr. V. CALANDRA BUONAURA, *Le Fondazioni bancarie come investitori di lungo periodo*, in *Banca impr. soc.*, 2010, p. 375 ss.; e ora A. GRECO-U. TOMBARI, *Fondazioni 3.0*, Bompiani, Firenze, 2020, p. 87 ss.

(98) Sull'interesse sociale alla divulgazione di informazioni a singoli azionisti (diversi dal socio di controllo e dagli investitori professionali), v. i riferimenti citati alla nota 35.

(99) Peraltro, con riferimento all'elaborazione di proposte del *management* destinate a essere sottoposte all'assemblea, vi è chi ha rilevato come un sondaggio di tutti i «soci stabili» debba considerarsi doveroso, dato il rischio di gravi effetti sul titolo in caso di «boccatura» della proposta: cfr. A. ZOPPINI, *op. cit.*, p. 93.

(100) Diversamente orientato G. STRAMPELLI, *L'informazione societaria*, cit., p. 1054, laddove ritiene che «[i]l dialogo tra società e socio di controllo deve essere tendenzialmente limitato all'ambito delle operazioni il cui compimento richiede la

*governance* – per cui possono valere le considerazioni proposte al par. 3.3(b) – quanto sul fronte della definizione di orientamenti strategici di competenza del consiglio, se gli amministratori avvertono l'esigenza di ridurre la conflittualità nelle scelte manageriali e di verificare, in corso di mandato, l'appoggio delle *constituencies* proprietarie più rilevanti.

Questa osservazione va circondata da un doppio ordine di cautele. Il primo, naturalmente, si collega ai limiti applicabili alla comunicazione selettiva di informazioni privilegiate (e alla non indiscriminata protezione offerta, al riguardo, dalla disciplina dei sondaggi di mercato)<sup>101</sup>. Il secondo riguarda, nuovamente, la parità di trattamento: è diffusa la constatazione che un dialogo selettivo possa giustificarsi in ragione della stabilità e del “peso specifico” dei soci più rilevanti<sup>102</sup>; ma va d'altra parte osservato che difficilmente potranno giustificarsi discriminazioni tra soci stabili *di diversa estrazione* (ad esempio: soci finanziari, soci pubblici, soci “industriali” che partecipano a diverse coalizioni parasciali, ecc.) e che, essendo qui in gioco il rispetto dei principi di parità informativa e di trattamento quali limiti di legittimità della condotta degli amministratori, l'operato di questi ultimi non potrà valersi della protezione offerta dalla *business judgment rule* (quand'anche la si ritenga applicabile alle scelte organizzative oltre che imprenditoriali), con conseguente piena sindacabilità dell'interesse qualificato e dei criteri adottati per l'individuazione dei soci con cui condurre il dialogo<sup>103</sup>.

Su questi aspetti si tornerà più avanti. Si può qui ancora aggiungere che una intensificazione degli scambi di vedute con soci (anche non di controllo) in ambiti strategici e gestori può talora accompagnare (o anche dissimulare) forme di ingerenza degli azionisti che richiedono trasparenza e producono le conseguenze informative e contabili

---

preventiva approvazione o autorizzazione assembleare»; e ciò anche quando il dialogo non implichi la trasmissione di informazioni privilegiate.

(101) Ricorda G. STRAMPELLI, *I dialoghi*, cit., p. 116 s., che dall'art. 11 MAR (dove si ancora l'avvio del sondaggio di mercato al presupposto che la volontà dei soci di approvare l'operazione sia «ragionevolmente necessaria» per la decisione di presentare la proposta) non può «desumersi una generale facoltà dell'emittente di sondare i propri azionisti anche qualora il dialogo con costoro non sia strettamente necessario per il compimento di una specifica operazione allo studio ovvero, più in generale, non possa considerarsi rispondente ad un particolare interesse della medesima a contattare selettivamente alcuni soci (rilevanti)» (note omesse).

(102) Cfr. per riferimenti *infra*, par. 5.3.

(103) Sulla non operatività della *business judgment rule* laddove il rispetto di un limite di legalità dell'agire precluda la discrezionalità imprenditoriale di scelta tra alternative diverse, cfr. per tutti L. BENEDETTI, *L'applicabilità della business judgment rule*, cit. p. 431.

proprie dell'influenza notevole <sup>104</sup>. Ad esempio, l'esperienza recente testimonia di patti parasociali conclusi tra "soci imprenditori" di società quotate, i quali dichiarano di perseguire, anche attraverso il dialogo, obiettivi di *stewardship* nei confronti del consiglio i cui componenti hanno contribuito a eleggere per la grande maggioranza o totalità. Tale *stewardship* si estende anche agli ambiti strategici, con potenzialità di influenza concertata le cui implicazioni devono essere oggetto di specifico esame: la valutazione spetta, nei singoli casi, all'organo amministrativo dell'emittente, ma il problema si pone, in prospettiva, anche per il legislatore <sup>105</sup>.

5. L'attrazione del dialogo tra amministratori e soci nel campo della "doverosità" (e più precisamente, entro i limiti sopra menzionati, nell'alveo dei principi di corretta amministrazione) porta a chiedersi a quali specifici canoni di condotta gli amministratori debbano in concreto orientare le loro interlocuzioni con gli azionisti. È utile approfondire il tema anche alla luce della prima prassi applicativa delle raccomandazioni del Codice.

Va anzitutto notato come la politica di gestione prevista dal Codice costituisca uno strumento opportuno di "procedimentalizzazione" dell'attività, funzionale – da un lato – a pre-definire le linee di indirizzo e organizzative che guideranno l'interlocuzione con le diverse categorie di azionisti (così ponendo i presupposti per una eventuale *delega* della gestione del dialogo nelle singole circostanze in cui esso avrà luogo) e – dall'altro – a pre-costituire gli strumenti e i criteri di valutazione, da parte del consiglio, dell'attività svolta <sup>106</sup>. Siamo qui nel solco – inizialmente tracciato dal Testo Unico e giunto, attraverso la riforma del 2003, fino alla sua recente espansione nell'emendato art. 2086 c.c. – della definizione degli assetti organizzativi, e cioè *in primis*

(104) Cfr. *supra*, par. 3.1.

(105) Ad esempio, appare lacunosa e ormai superata la concezione, accolta dal nostro art. 20 TUB, che limita l'obbligo di comunicazione all'autorità di vigilanza ai soli patti parasociali di voto e non anche a quelli che disciplinino altre forme di influenza. Analogamente, a livello europeo, dovrebbe essere ripensato – anche in relazione alla *stewardship* degli azionisti – il concetto stesso di "influenza notevole" al quale è subordinato l'obbligo di autorizzazione della partecipazione rilevante *ex art.* 22, Direttiva 2013/36/UE, c.d. CRD IV (e art. 19 TUB).

(106) Sulla necessità di adottare di una politica di gestione delle comunicazioni selettive tra amministratori e soci e sui suoi possibili contenuti, si v. già G. STRAMPPELLI, *Knocking at the Boardroom Door*, cit., p. 237 s.; C. MOSCA, *Director-Shareholder Dialogues*, cit., p. 850. Sull'adozione di *policies* (su base volontaria) in ambito statunitense, cfr. M. TONELLO-M. GATTI, *Board-Shareholder Engagement Practices*, cit., pp. 36 ss.

di procedure orientate alla adeguata conoscibilità, gestione e controllo dei rischi dell'attività di amministrazione<sup>107</sup>.

Nel caso di specie, tali rischi sono associati a snodi delicati quali la diffusione di informazioni potenzialmente riservate presso gli azionisti, la possibile creazione di canali selettivi di comunicazione con gli stessi e la loro interferenza con l'attività di gestione; in sostanza, l'interlocuzione con i soci è suscettibile di riverberare impatti sullo stesso di sistema di *governance* della società.

Ciò suggerisce, in primo luogo, che una adeguata formalizzazione di "regole del gioco" nella materia in esame sia comunque doverosa, vista la delicatezza degli ambiti coinvolti: sicché, quand'anche l'emittente decidesse di non adottare un vero e proprio regolamento interno (giustificando la scelta, ad esempio, alla luce di un assetto proprietario concentrato e con scarsa partecipazione di istituzionali), si renderebbe necessaria almeno una riunione consiliare "preparatoria" in occasione delle singole interlocuzioni programmate fra amministratori (a ciò delegati) e soci, nel corso della quale le modalità del confronto siano oggetto di preventivo vaglio collegiale.

In secondo luogo, la tipologia dei rischi in gioco induce a individuare nel *plenum* consiliare l'organo competente per approvare la politica di gestione del dialogo: non sarebbe agevolmente giustificabile (neppure in ottica di "*explain*") la scelta di delegare la definizione di tale politica al CEO (o a comitati o alle stesse funzioni aziendali)<sup>108</sup>.

---

(107) Sul tema della "procedimentalizzazione" può rinviarsi, tra i contributi più recenti nella vasta letteratura sul tema, a M. DE MARI, *Gli assetti organizzativi societari*, in M. IRRERA (a cura di), *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, Bologna, 2016, part. p. 28 ss.; sul tema della competenza A. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione*, cit., p. 261 ss.; A. ZANARDO, *La ripartizione delle competenze in materia di assetti organizzativi in seno al consiglio di amministrazione*, in M. IRRERA (a cura di), *Assetti adeguati*, cit., part. p. 255 ss.

(108) In generale, una riserva di competenza del consiglio sui regolamenti organizzativi interni non è prevista dalla disciplina comune (potendosi anzi ipotizzare che la definizione degli stessi rientri fra i compiti di *cura* degli assetti attribuiti all'amministratore delegato). Peraltro, si registra una tendenza della regolamentazione di settore ad attribuire all'organo di vertice l'adozione di tutti i principali regolamenti interni (v. in particolare le previsioni di governo societario contenute nella Circolare della Banca d'Italia n. 285/2013: Parte I, Tit. IV, Cap. 1, Sez. III, par. 2.2(e)). Nel caso di specie, il dialogo con i soci e la relativa *policy* sono materie suscettibili di impatto sul sistema di governo societario dell'emittente e, come tali, una delega al CEO sull'adozione tale disciplina interna risulterebbe impropria. Va aggiunto che, per quanto riguarda il *patrimonio informativo* dell'emittente (che è "materia" del dialogo), lo stesso Codice di Corporate Governance rimette al *plenum* la definizione di una procedura per la gestione interna e la comunicazione all'esterno di documenti e informazioni riguardanti

Naturalmente, il coinvolgimento (previsto dal Codice) del presidente e dell'amministratore delegato in fase di proposta della *policy* si giustifica in base al ruolo che entrambe le figure sono destinate a svolgere nella conduzione del dialogo e nel successivo *reporting*. Per la stessa ragione, nella prassi (anche se non nel Codice) si attesta la partecipazione al processo di definizione della politica di gestione della funzione *investor relation* e, in taluni casi, della funzione affari societari o della segreteria del consiglio di amministrazione, anch'esse in funzione del supporto nella organizzazione degli incontri con gli azionisti.

Sul contenuto della politica di gestione, il Codice non fornisce indicazioni particolari<sup>109</sup>, salvo quella di «tenere conto» dei codici di *stewardship* elaborati dagli investitori professionali<sup>110</sup>. Nella prassi finora osservata, gli emittenti sembrano orientare il contenuto delle *policies* di dialogo lungo due direttrici alternative: alcuni, con attitudine forse più conservativa e ricognitiva degli assetti esistenti, si concentrano sulla comunicazione con la generalità degli azionisti, privilegiando l'ottica dell'*investor relation* e dei momenti comunicativi esaminati al par. 4; altri, invece, sviluppano l'aspetto relativo agli incontri tra investitori (specie professionali) e vertici aziendali, delineando procedure *ad hoc* di conduzione del dialogo in tale formato<sup>111</sup>.

L'individuazione degli ambiti di interlocuzione con i soci costituisce materia delicata, in merito alla quale possono richiamarsi le diverse declinazioni del "dovere" di dialogo tracciate in precedenza. Peraltro, nelle *policies* finora rese pubbliche, tende a prevalere una

---

la società, con particolare riferimento alle informazioni privilegiate (Raccomandazione n. 1(f)).

Ciò è coerente con l'obbligo di riservatezza che grava su *tutti* i singoli amministratori in relazione alle informazioni riguardanti l'emittente (oltre che la stessa dialettica di consiglio: v. sul punto M. STELLA RICHTER *jr*, *L'informazione dei singoli amministratori*, in *Banca impr. soc.*, 2017, p. 343 ss.), sicché una decisione in ordine alla divulgazione all'esterno di tali informazioni non può che essere collegiale. Sull'obbligo di riservatezza – da intendersi nei confronti dell'*esterno* dell'emittente e non già rispetto al *board* e all'organo di controllo – cfr. P. MARCHETTI, *Sull'informativa preconsigliare e sulla sua possibile complessità*, in P. MARCHETTI-F. GHEZZI-R. SACCHI (a cura di), *Il caleidoscopio*, cit., p. 113.

(109) Diversa, come si è notato, l'attitudine della Banca d'Italia nelle disposizioni di vigilanza citate *supra* (nt. 33 e testo corrispondente), dove gli ambiti del dialogo vengono esemplificati. Anche i *Principles* di Assonime individuano un nucleo minimo di argomenti sui quali la politica di gestione (cfr. il commento al *Principle 2*).

(110) V. *supra*, nt. 10 e testo corrispondente.

(111) Sono esempi di questa seconda tipologia di politiche quelle adottate da Assicurazioni Generali S.p.A., Mediaset S.p.A., Poste Italiane S.p.A., Unicredit S.p.A..

individuazione ampia e trasversale degli argomenti del dialogo, mediante un'elencazione generale di temi che spaziano dalle politiche finanziarie, alla *governance* e alla sostenibilità. Di norma, i regolamenti interni non declinano modalità differenziate di conduzione del dialogo in base ai diversi temi trattati: si tratta di un approccio che garantisce flessibilità nel caso concreto, senza precludere *ex ante* spazi di possibile interlocuzione.

5.1. Dove invece si osserva una più analitica proceduralizzazione delle singole fasi del dialogo, è nelle modalità di sua concreta conduzione, a partire dal momento iniziale, nel quale viene programmata l'interlocuzione tra il *board* (o suoi componenti) e singoli soci o gruppi di soci <sup>112</sup>.

Al riguardo, è anzitutto da chiedersi da quali soggetti, organi o funzioni possa prendere avvio l'iniziativa di apertura del dialogo: ciò tanto nei casi di interlocuzione "proattiva" – cioè quando è il consiglio a ricercare il confronto con i soci, secondo un'attitudine che, almeno in occasione di certe scelte attinenti alla *corporate governance*, potrebbe considerarsi doverosa <sup>113</sup> – quanto nei casi di interlocuzione "reattiva", dove il confronto si apre per iniziativa degli azionisti.

Le ragioni poc' anzi richiamate in merito alla competenza collegiale per l'adozione della politica di gestione del dialogo potrebbero indurre a ritenere che – ove uno specifico confronto con gli azionisti non costituisca la tappa di una sequenza già programmata <sup>114</sup> – spetti al *plenum* decidere anche sulla autorizzazione dei singoli incontri <sup>115</sup>. Peraltro, ove la società adotti una procedura, il *board* potrà pre-definire una ripartizione interna di competenze che risponda a un temperamento fra esigenze di trasparenza e *accountability* del confronto con i soci ed efficienza nella sua gestione. In questo senso, il consiglio potrebbe sce-

---

(112) In prosieguo ci concentreremo prevalentemente sulla fattispecie di dialoghi condotti attraverso incontri con gli investitori e, dunque, tendenzialmente caratterizzati dall'oralità. Naturalmente, le considerazioni nel seguito svolte (ad esempio in tema di decisione sull'apertura del confronto, sulla parità di trattamento, sulla comunicazione selettiva di informazioni, ecc.) saranno applicabili anche in relazione a interlocuzioni scritte (lettere, *e-mail*, ecc.), che talora possono precedere l'organizzazione di incontri *vis-à-vis*.

(113) V. *supra*, par. 3.3.3.

(114) Si pensi agli incontri del CEO per la presentazione dei risultati, o a incontri periodici programmati con investitori professionali su questioni *ESG*.

(115) In tal senso, v. C. HIRT-K.J. HOPT-D. MATTHEUS, *Dialog*, cit., p. 738, citato anche da G. STRAMPELLI, *I dialoghi tra emittenti ed investitori istituzionali*, cit. p. 118.

gliere di *centralizzare* in capo a un singolo componente – con il supporto dell'*investor relation* o di altre funzioni interessate – sia l'“istruttoria” su una richiesta di dialogo proveniente da un investitore, sia la decisione sul *se* e sul *come* indirizzarla. Tale soluzione ha il pregio di evitare una dispersione della “decisione sul dialogo” tra i singoli consiglieri che siano occasionalmente destinatari di richieste di incontro da parte di azionisti; ove ciò accadesse, sarà loro dovere veicolarle al soggetto a ciò delegato dal consiglio per le valutazioni di competenza <sup>116</sup>.

Si è evidenziato in precedenza come la maggioranza dei codici di autodisciplina europei individuino nel *presidente* del consiglio di amministrazione la figura incaricata della gestione (e quindi anche nella apertura) del dialogo <sup>117</sup>, seppure sia talora richiamato anche un diverso criterio, legato all'argomento oggetto di interlocuzione <sup>118</sup>. Nelle *policies* degli emittenti italiani sembra prevalere l'investitura del *CEO*, benché spesso in coordinamento o d'intesa con il presidente (<sup>119</sup>). La tenden-

---

(116) V. in argomento P. MARCHETTI-M. VENTORUZZO, *Il bon ton*, cit., p. 23, i quali osservano l'opportunità che siano: «chiaramente individuati, nei vertici della società (tipicamente, presidente e amministratore delegato) [...] i soggetti preposti a istituire, valutare e assumere» le decisioni relative al dialogo. La soluzione è riflessa anche nei *Principles* di Assonime, ai sensi dei quali la decisione sul dialogo nel caso concreto è rimessa ai *Responsible Directors*, identificati nel CEO e/o nel presidente (*Principle 4*).

(117) Cfr. *supra*, par. 2.

(118) Si veda quanto previsto dalla *Provision 3* dello *UK Corporate Governance Code* in relazione al ruolo dei presidenti dei comitati consiliari. Il criterio di competenza è invece sovente richiamato negli *stewardship codes* degli investitori istituzionali: ad esempio, lo *Stewardship Code* elaborato dalla *European Fund and Asset Management Association* (EFAMA), 2018, *Principle 2, Guidance*, disponibile sul sito [www.efama.org](http://www.efama.org), prevede che «[i]f asset managers have concerns, they should seek to ensure that the appropriate members of an investee company's board or management are made aware of them». Anche i Principi Italiani di *Stewardship* (Assogestioni) raccomandano agli investitori istituzionali di promuovere incontri «con i *competenti* membri degli organi di amministrazione e/o controllo (ovvero il presidente dell'organo amministrativo, gli amministratori con deleghe, il *lead independent director*, il presidente dell'organo di controllo, il presidente di un comitato endoconsiliare o altri amministratori indipendenti, anche di minoranza, *tenendo anche conto della ripartizione delle funzioni all'interno degli organi sociali*)» (enfasi aggiunta).

(119) V. ad es. le politiche adottate da Italgas S.p.A., MARR S.p.A. Prysmian S.p.A., Poste Italiane S.p.A., TIM S.p.A., Unicredit S.p.A. (diversamente, in Assicurazioni Generali S.p.A., la responsabilità è del presidente). In alcuni casi, è investita della decisione sulla apertura del dialogo la funzione di *investor relation* (il che, tuttavia, non sembra adeguato in relazione alla decisione in merito a incontri cui sia richiesta la partecipazione di consiglieri di amministrazione). Non si registrano, invece, soluzioni che contemplino l'affidamento della decisione sull'apertura del dialogo a comitati consiliari, a loro presidenti, o al *lead independent director*.

za può forse spiegarsi in base all'osservazione che, nel nostro paese, l'amministratore delegato è colui che mantiene più stretti e frequenti contatti con gli investitori professionali, mentre, specie nelle società ad azionariato concentrato, il presidente interloquisce più frequentemente con i soci "storici" o con l'eventuale gruppo di controllo. Inoltre, questa opzione può essere "sinergica" se sarà il CEO a condurre l'interlocuzione con gli azionisti con cui si sia deciso di aprire il dialogo.

Alcune osservazioni, peraltro, sono opportune:

(i) nel caso in cui – *ab initio* o in corso di interlocuzione – si ravvisasse la necessità di comunicare a un azionista informazioni riservate (o addirittura "rilevanti")<sup>120</sup>, la decisione dovrebbe essere rimessa al consiglio nel suo *plenum*, quale organo competente a decidere sul "patrimonio informativo" della società, anche alla luce dell'obbligo di riservatezza sulle informazioni sociali che grava sui singoli amministratori<sup>121</sup>; appare comunque scontato, in ossequio alle regole generali, che il *board* possa in ogni momento avocare la decisione sull'apertura del dialogo, o che il delegato possa rimettere al consiglio la scelta nel caso concreto;

(ii) potrebbero essere considerate – anche se non risultano sperimentate – soluzioni "miste", con il *CEO* che decide in ordine all'apertura del dialogo su materie di sua competenza e il presidente che istruisce la decisione collegiale del consiglio quando il dialogo investe temi strategici o di *governance*;

(iii) è opportuna, in una logica di *accountability* delle decisioni sul dialogo, la previsione – da un lato – di criteri che limitino la discrezionalità del delegato nel decidere se dare seguito a una richiesta di dialogo e come indirizzarla, e – dall'altro – del dovere del delegato di motivare la propria decisione; motivazione che (specie in caso di rifiuto) dovrà essere oggetto di *disclosure* a favore del *plenum* consiliare, titolare primo della competenza sulla gestione del dialogo<sup>122</sup>.

In merito a quest'ultimo aspetto, è il caso di richiamare le considerazioni espresse in precedenza (parr. 3.3.3 e 3.3.4) sull'importanza

(120) Nell'accezione di "potenzialmente privilegiate", su cui v. le Linee Guida della Consob in tema di *Gestione delle informazioni privilegiate*. V. anche *infra*, par. 5.4.

(121) Cfr. *supra*, nt. 106.

(122) È interessante notare come alcune politiche di dialogo – oltre a prevedere il "tracciamento" delle motivazioni di rifiuto e la *disclosure* al consiglio, oggi prevista anche dai *Principles* di Assogestioni – contemplino la possibilità che tali motivazioni siano rese pubbliche (evidentemente con il fine di chiarire le ragioni dell'emittente in vista una possibile *escalation* del confronto in sede, a questo punto, pubblica). Cfr. la politica adottata da Poste italiane, p. 15.

della *motivazione* che abbia indotto gli amministratori a rifiutare un'interlocuzione con investitori professionali sui temi rispetto ai quali la disciplina europea attribuisce loro un ruolo propulsivo. In proposito, i criteri e "filtri" adottati da alcune grandi società quotate offrono un'utile guida. Ad esempio, la motivazione in ordine all'apertura del dialogo potrà utilmente soffermarsi sull'interesse che il tema di confronto abbia (o non abbia) per la generalità degli investitori e del mercato, sull'esistenza di raccomandazioni (di *proxy advisors*) o dichiarazioni di voto (di soci) in proposito, sulla percepita utilità dell'*engagement* rispetto agli obiettivi di gestione (quando il confronto verta su temi strategici o di *business*)<sup>123</sup>. D'altra parte, anche le motivazioni poste dal socio richiedente alla base della sua iniziativa dovranno essere vagliate, con particolare attenzione a eventuali conflitti di interessi che ne traspaiano, così come alla prospettiva di una successiva *escalation* ostile ove il *board* non intendesse recepire le istanze manifestate.

In quest'ottica, ulteriore ausilio per l'elaborazione (e la rendicontazione) delle motivazioni di apertura (o rifiuto) del confronto può derivare da una previsione che àncori la possibile attivazione di incontri con soci (su base "reattiva") alla presentazione di domande scritte e motivate degli azionisti interessati, i quali giustifichino le ragioni della richiesta di incontro, anche alla luce di eventuale attività di *engagement* già poste in essere<sup>124</sup>.

5.2. La definizione delle modalità di svolgimento del dialogo investe anche la scelta di coloro che partecipano agli incontri.

Dal lato *dell'emittente*, è normale ipotizzare la partecipazione del delegato che, appunto, abbia deciso l'apertura del confronto (quindi il *CEO*, nell'esperienza italiana che va formandosi), con l'affiancamento di eventuali altri amministratori o dirigenti apicali la cui presenza sia

(123) V. i richiami alla nt. 78 (e testo corrispondente).

(124) Indicative, al riguardo, sono le politiche di gestione del dialogo di Assicurazioni Generali S.p.A., p. 9, e di Poste Italiane S.p.A., p. 11. È evidente, peraltro, che la politica di gestione del dialogo – che costituisce regolamento a valenza organizzativa interna, che neppure è richiesto sia reso pubblico – non può "condizionare" il potere di attivazione del dialogo da parte dei singoli investitori, i quali rimangono liberi di avvicinare il *board* dell'emittente nelle modalità che ritengono opportune (e, in effetti, i *Principi Italiani di Stewardship* di Assogestioni non prevedono vincoli formali per la presentazione di richieste di incontro da parte degli investitori professionali). Le norme interne dell'emittente condizionano, invece, la risposta del *board* (o del suo delegato), la cui apertura al confronto viene fatta dipendere dalla concreta possibilità di vagliare e tracciare le ragioni di una possibile interlocuzione, di per sé problematica per la sua natura selettiva.

giustificata *ratione materiae* (si pensi al presidente del comitato controllo e rischi se è in discussione il sistema dei controlli, o del comitato remunerazioni se è in programma un confronto sulle relative politiche). Potrebbero poi intervenire consiglieri indipendenti (e, se individuato, il *lead independent director*) sia in relazione a specifici assetti di *governance* discussi, sia – in coerenza con quanto previsto in alcune esperienze straniere – in funzione di monitoraggio sullo svolgimento degli incontri. Già si è detto della partecipazione del responsabile *investor relation* (in funzione di garanzia sulla coerenza della comunicazione complessiva nei confronti della generalità degli investitori), oltre che del responsabile degli affari legali (in ragione di possibili implicazioni sulla comunicazione di informazioni riservate).

Non sembra che, per finalità di *reporting* dell'incontro al *plenum* dell'organo amministrativo, sia necessaria la presenza del presidente (sul punto, si registra la flessibilità dei *Principles* di Assonime). Tuttavia, poiché il presidente porta comunque la responsabilità circa l'adeguatezza dell'informazione fornita al consiglio (arg. *ex art.* 2381, comma 1, c.c.), sarà necessario che, in relazione a interlocuzioni cui lo stesso non presenzi, le funzioni a supporto assicurino un flusso informativo tempestivo e completo che consenta una adeguata "rendicontazione" del dialogo: in quest'ottica, appare importante la verbalizzazione delle riunioni. La presenza del presidente sembra comunque essere prevista da talune politiche *ratione materiae*, quando siano in discussione temi attinenti al governo societario.

Infine, va fatto un cenno alla questione della partecipazione al dialogo dei singoli consiglieri con i quali taluni soci abbiano una relazione più assidua: è il caso, sovente sperimentato in passato, degli amministratori tratti da liste di minoranza, inclini a intrattenere interlocuzioni "parallele" con gli azionisti (anche istituzionali) che li hanno candidati. Sul punto, va ricordato che gli stessi *Principi Italiani di Stewardship* promossi da Assogestioni raccomandano, oggi, che simili interlocuzioni avvengano «all'interno di una procedura organizzata e collegiale» rispettosa del principio di assenza di vincolo di mandato<sup>125</sup>. In effetti, come sopra accennato, il principio di cui occorre verificare il rispetto è la riconducibilità all'intero consiglio (o a soggetti da esso delegati) della gestione dei flussi informativi con gli

---

(125) Cfr. il Principio n. 3. Sul tema cfr. M. STELLA RICHTER *jr*, *L'informazione dei singoli amministratori*, cit., p. 345, sottolineando, in tale ambito, l'obbligo del singolo consigliere che interloquisce con soci di preservare la riservatezza delle informazioni relative all'emittente.

azionisti. Non è dunque precluso che partecipi a un incontro con un investitore professionale *anche* il consigliere eletto dalla lista di minoranza da lui presentata. Anzi, non è da escludersi, in astratto <sup>126</sup>, che il consiglio deleghi proprio a lui (o a una “squadra” di amministratori indipendenti) la gestione dell’incontro al consigliere che abbia ricevuto la “richiesta” di dialogo; ma ciò a condizione che l’interlocuzione abbia luogo nei canoni previsti dalla procedura adottata, specie in termini di presidi a tutela della riservatezza delle informazioni aziendali e di una adeguata *accountability* (il che renderà ragionevolmente necessaria la presenza di altri esponenti aziendali, come sopra discusso).

Il tema del *chi* partecipi al dialogo si pone anche dal lato degli *azionisti*: trattandosi di questione strettamente connessa con il problema della parità di trattamento, sarà affrontata nel paragrafo che segue.

5.3. In base alla “direzione” dello scambio di informazioni, le interlocuzioni con i soci possono svolgersi in c.d. *listening only mode* – *i.e.* i partecipanti dal lato dell’emittente si limitano ad ascoltare le istanze provenienti dai soci – oppure con scambi bilaterali (dialoghi in senso proprio) che involgono la comunicazione di informazioni, dati o notizie da parte dell’emittente. La distinzione, peraltro, non va sopravvalutata in caso di confronto *vis-à-vis*, essendo irrealistica l’ipotesi di incontri nei quali l’emittente si limiti a “prendere atto”, passivamente e in silenzio, di quanto l’interlocutore gli comunichi.

Se ci si concentra sulle interlocuzioni effettivamente *bilaterali*, diviene centrale la questione della parità di trattamento degli azionisti rispetto alle informazioni comunicate dall’emittente ai (soli) partecipanti al dialogo. Il tema, affrontato in tutti gli ordinamenti <sup>127</sup>, è stato studiato, in Italia, soprattutto nella prospettiva dell’art. 85 della Direttiva (UE) 2017/1132 (nella quale è oggi rifiuta l’originaria Seconda Direttiva in materia societaria), dell’art. 65 della direttiva 2001/34/CE (in tema di quotazione dei valori mobiliari), nonché dell’art. 92 TUF <sup>128</sup>.

---

(126) Le prime politiche di gestione del dialogo attualmente rese note al pubblico non sembrano in effetti contemplare tale opzione. Il *Principle* 4 di Assonime rimette al *board* la decisione sulla richiesta di incontro con singoli componenti non esecutivi.

(127) Cfr. per un quadro K.J. HOPT, *The Dialogue*, cit., p. 8 ss.

(128) Cfr. G. STRAMPELLI, *I dialoghi*, cit., p. 117 ss.; C. MOSCA, *Comunicazione selettiva*, cit., p. 75 ss., anche per il richiamo (e per altri riferimenti) a norme (come l’art. 2348 c.c.) e clausole generali (come la buona fede) di più controversa valenza per la soluzione dei temi in questione. È da ritenere – coerentemente con l’opinione di tali autori – che le norme europee richiamate nel testo trovino applicazione nel nostro ordinamento anche in assenza di espresso recepimento.

In linea generale, è lecita la differenziazione tra soci che *non* si trovino in situazioni identiche: il che vale anzitutto sul piano *oggettivo*, ad esempio nel caso di categorie di azioni che attribuiscono diritti o prerogative diversi<sup>129</sup>. Vi è poi, come ricordato, il trattamento differenziato, anche sul piano informativo, che può essere riservato al socio di controllo<sup>130</sup>, specie ove eserciti anche attività di direzione e coordinamento<sup>131</sup>.

Al di fuori di questi casi, il discorso merita di essere approfondito alla luce degli indici normativi, in precedenza evidenziati, che fondano un “potere di dialogo” degli investitori professionali, cui fa fronte – nei termini che si è tentato di illustrare – un dovere degli amministratori di considerare le istanze di tali azionisti. Orbene, la marcata “funzionalizzazione” del potere degli investitori professionali, di cui si è detto, offre un contributo anche alla soluzione del problema concernente il dialogo “selettivo” con tale tipologia di investitori. In materia di *governance* e di sostenibilità, pare in effetti giustificata un’interlocuzione privilegiata con costoro: è il caso di un confronto su temi di politica ambientale o di informazione non finanziaria rispetto ai quali certi investitori istituzionali abbiano manifestato specifica sensibilità<sup>132</sup>. Eppure, il criterio delineato non è sufficiente a far luce su situazioni concrete nelle quali possono venire in rilievo ambiti di discussione, attori del dialogo e questioni aggiuntivi.

*In primo luogo*, il criterio della “professionalità” dell’azionista lascia irrisolto il problema di stabilire se l’emittente possa scegliere di dialogare con *alcuni* investitori professionali anziché con tutti. Se il dialogo è *proactive*, a iniziativa del *board*, una simile discriminazione non pare facilmente motivabile, se non alla luce di

---

(129) Cfr. C. MOSCA, *Director-Shareholder Dialogues*, cit., p. 827 s., ove si sottolinea che il principio di parità di trattamento dovrebbe applicarsi solamente all’interno di categorie omogenee di azionisti.

(130) Questa è la posizione espressa dalla Corte di Cassazione danese nel caso *Vase*. Al riguardo si v. J.L. HANSEN, *The Role of Shareholders in Public Companies in the Nordic Countries*, in H. FLEISCHER-J.L. HANSEN-W.-G. RINGE (a cura di), *German and Nordic Perspectives on Company Law and Capital Markets Law*, Mohr Siebeck, p. 86; cfr. anche G. STRAMPELLI, *Knocking at the Boardroom Door*, cit., p. 221 s.

(131) Il punto è ora oggetto di specifica considerazione nel Q&A della Consob sull’informazione selettiva nei confronti dei soci (cit. a nt. 38: v. in particolare il par. Q1.2).

(132) Cfr. *supra*, par. 3.3.3 e 3.3.4. In generale sulla meritevolezza delle consultazioni con tali azionisti, dati i benefici che ciò può comportare per l’emittente, cfr., anche per riferimenti, C. HIRT-K.J. HOPT-D. MATTHEUS, *Dialog*, cit., p. 737; G. STRAMPELLI, *I dialoghi*, cit., p. 117 ss.).

specifiche finalità del confronto che giustifichino la scelta di limitarlo a quei soci che siano in possesso di una partecipazione rilevante nell'emittente: è il caso, per esempio, di interlocuzioni pre-assembleari in ordine all'adozione di nuovi piani di incentivazione (che confluiranno nella politica di remunerazione o autonomamente autorizzabili *ex art. 114-bis TUF*), rispetto a cui il consiglio ritenga proficuo sondare le opinioni dei (soli) investitori istituzionali il cui voto potrebbe essere determinante. In concreto, tuttavia, considerata la relativa omogeneità nei "numeri piccoli" mediamente detenuti dagli investitori istituzionali negli emittenti italiani, potrebbe essere difficile comprendere per quale ragione l'opinione di un socio cui fa capo il 2% dei diritti di voto debba essere tenuta in maggior conto rispetto a quella di chi possiede lo 0,8%. Parimenti, non sarebbe tendenzialmente convincente una distinzione basata sull'orizzonte temporale di riferimento dell'investimento, posto che, quantomeno nel caso dei fondi a gestione attiva, esso potrebbe variare nel tempo o a seconda dell'emittente partecipato<sup>133</sup>.

Invece, se il dialogo è *reactive*, cioè avviene in risposta alla richiesta di un singolo investitore professionale (ad esempio sull'assetto dei controlli interni), si pone l'interrogativo se l'invito al confronto debba essere esteso a tutti coloro che potrebbero avere un interesse qualificato a partecipare (eventualmente, tutti gli investitori professionali). In questo caso, l'ipotesi che il *board* sia tenuto ad allargare il confronto pare carente di spazio applicativo, se non altro per il rischio che il dialogo si renda meno efficace e più dispersivo, o che addirittura l'investitore richiedente possa sottrarvisi.

*In secondo luogo*, vi sono situazioni nelle quali un "privilegio" di dialogo accordato ai soli investitori professionali potrebbe non essere giustificato. Si pensi al caso della presentazione, da parte del consiglio uscente, di liste di candidati per il rinnovo dell'organo amministrativo, se così previsto dallo statuto. Si è visto in precedenza che, laddove sia in gioco una interferenza così importante del consiglio nelle scelte fondamentali dei soci sull'amministrazione della società (*shareholder franchise*), il "dovere di dialogo" con gli azionisti e di ascolto-elaborazione delle loro istanze pare ulteriormente rafforzarsi: non è allora improprio, qui, ipotizzare un obbligo di sondare tutti gli azionisti

---

(133) Si v. G. STRAMPELLI, *I dialoghi*, cit. p. 123 s., il quale dubita che «l'adozione di una diversa strategia di investimento sia di per sé sufficiente a giustificare la deroga al principio di parità di trattamento».

rilevanti, non solo quelli istituzionali<sup>134</sup>, così come è ragionevole che avvenga in relazione a progetti strategici o di operazioni straordinarie.

Come si vede, la soluzione del problema della parità di trattamento nei casi concreti non discende pianamente dalle norme sul ruolo degli investitori professionali; né è facilmente ricavabile dal criterio guida, ancor più generale, secondo cui la trasmissione selettiva di informazioni a soci deve essere sorretta da uno specifico interesse “sociale” o, per meglio dire, da una valutazione dell’organo amministrativo circa il *vantaggio* che la società può conseguire dallo scambio con l’azionista.

Peraltro, il conflitto tra parità di trattamento ed esigenze di opportunità del confronto può stemperarsi, in queste come in altre situazioni, ove l’avvenuto confronto, l’identità dei partecipanti e una sintesi delle informazioni scambiate<sup>135</sup> siano oggetto di *successiva disclosure* a beneficio della generalità degli azionisti e del mercato. In effetti, il pregiudizio potenzialmente derivante da una comunicazione selettiva può ridursi se gli azionisti esclusi vengono posti a conoscenza – e possano *a posteriori* valutare – la scelta comunicativa del *board*<sup>136</sup>. Del resto, l’intuizione secondo cui il ripristino della parità di trattamento “a valle” del dialogo può bilanciare una sua (giustificata) lesione “a monte” trova taluni

---

(134) Alla formazione della lista del consiglio si collega l’eventualità – frequente nei sistemi dove il *board* ha un monopolio naturale o legale nella presentazione delle candidature – che singoli azionisti attivi “ottengano” posizioni all’interno di tale lista, a seguito di interlocuzioni o vere e proprie negoziazioni. Con riferimento all’ambito nordamericano e alla crescente rappresentatività degli *hedge funds* nelle candidature presentate dal *board*, cfr. ad es. L.E. STRINE, *Who Bleeds*, cit., p. 1908; per un riscontro empirico, LAZARD, *Review of Shareholder Activis – 1Q 2018*, disponibile sul sito [www.lazard.com](http://www.lazard.com), da cui risulta la prevalenza dei «board settlements» rispetto alle battaglie di deleghe nei processi di elezione del *board*.

L’eventualità di simili “negoziati” tra consiglio e azionisti non è da escludersi nel sistema italiano che, sebbene caratterizzato dall’iniziativa (anzitutto) dei soci nella presentazione di liste e dall’istituto dell’amministratore tratto dalla lista di minoranza, registra un ruolo crescente dell’organo amministrativo nel mediare istanze diverse di rappresentatività delle candidature: diviene cruciale il presidio di trasparenza rappresentato da una corretta “rendicontazione”, nello stesso consiglio (incluso il comitato nomine) e verso il pubblico, dei dialoghi avvenuti sulla formazione delle liste.

(135) Si assume non privilegiate né potenzialmente privilegiate: sul punto, v. al paragrafo che segue.

(136) Tale soluzione mi pare particolarmente adatta rispetto al problema, sopra accennato, della esigenza di estendere a una platea più ampia di investitori il confronto su un tema sollecitato da un singolo investitore che chiede di interloquire con il *board*. Più ristretta, invece, la soluzione offerta da P. MARCHETTI-M. VENTORUZZO, *op. cit.* p. 23, i quali ritengono che eventuali informazioni rilevanti che emergessero nel corso di dialoghi tra amministratori e azionisti debbano essere «quasi in contemporanea diffuse al mercato».

riscontri nella disciplina dell'informazione al mercato<sup>137</sup> ed è coerente con alcune rilevanti esperienze straniere<sup>138</sup>.

In questa luce, la *accountability* del dialogo si arricchisce di un ulteriore risvolto: essa è da intendersi non solo quale informativa al *board*, come specificato nel Codice<sup>139</sup>, ma anche quale strumento di ripristino della parità di trattamento informativo nei confronti *del mercato*. Sono evidenti, in tale contesto, i margini di discrezionalità del consiglio e dei suoi delegati, chiamati a soppesare riservatezza ed efficacia del dialogo, da una parte, e parità di trattamento (da ripristinare *ex post*), dall'altra; ma ciò è insito in ogni attività di chi è chiamato ad attuare nel concreto i principi di "corretta amministrazione" cui anche il dialogo, come detto, va ricondotto.

5.4. A conclusione dell'esame dei risvolti applicativi in tema di conduzione del dialogo, va dedicato qualche cenno al tema delle informazioni privilegiate o potenzialmente tali, o comunque classificabili come riservate (ancorché non *price sensitive*) nell'interesse della società. Il taglio di sintesi qui adottato si giustifica in ragione degli studi già dedicati dalla dottrina (in ambito domestico ed europeo) a questo delicato risvolto delle interlocuzioni tra emittente e soci<sup>140</sup>, nonché in considerazione di una percepita evoluzione del problema: tanto dal lato dell'emittente quanto dal lato degli investitori sembra ormai acquisita una notevole sensibilità verso l'adozione di presidi adeguati in coincidenza con la circolazione di informazioni riservate e, in generale, si registra una tendenza a

---

(137) In materia di informazione, si veda ad es. l'art. 9, comma 4, MAR, dove il presupposto per la legittimità dell'utilizzo di informazioni privilegiate nel corso di un'offerta pubblica di acquisto o di una fusione è individuato nel fatto che, al momento dell'accettazione dell'offerta o dell'approvazione della fusione, tali informazioni privilegiate siano state rese pubbliche.

(138) In Germania, si veda, ad esempio, il § 131(4) *AktG*, a mente del quale, se un'informazione viene comunicata a un singolo azionista (*uti socius*) fuori dall'assemblea, la stessa deve poi essere oggetto di *disclosure* in assemblea, su richiesta di qualsiasi azionista, indipendentemente dalla pertinenza all'ordine del giorno. Sul rapporto fra tale previsione e il dialogo con gli investitori professionali, cfr. H.C. HIRT-K.J. HOPT-D. MATTHEUS, *Dialog*, cit., p. 739.

(139) Il Codice raccomanda l'informativa alla «prima riunione utile», da intendersi – riterrei – non necessariamente come la riunione di consiglio immediatamente successiva all'incontro con gli investitori, ma la prima in cui siano all'ordine del giorno temi che hanno formato oggetto di confronto con gli azionisti o, anche, specifiche riunioni periodiche in cui si discutano specificamente gli esiti degli incontri con i soci.

(140) Cfr. i riferimenti riportati alla nt. 35.

ridurre il più possibile la trasmissione di questo genere di informazioni <sup>141</sup>.

Se si guarda specificamente alla disciplina delle informazioni privilegiate, è noto che, in linea generale, le limitazioni alla comunicazione selettiva derivano, essenzialmente, dal combinarsi: (i) dell'art. 17, par. 1, MAR, che impone all'emittente di comunicare al pubblico, «quanto prima possibile», le informazioni privilegiate che lo riguardano direttamente, (ii) degli artt. 8 e 10 MAR, che vietano la comunicazione di informazioni privilegiate (da parte di amministratori o altri *insiders*) a terzi «tranne quando la comunicazione avviene durante il normale esercizio di un'occupazione, una professione o una funzione», e (iii) dell'art. 17, par. 8, che impone all'emittente (o all'*insider*), il quale comunichi informazioni privilegiate a terzi *nel normale esercizio* della propria attività professionale o della propria funzione, di divulgare al pubblico tale informazione, contemporaneamente se la comunicazione è intenzionale, o tempestivamente se non intenzionale.

Lo spazio per la comunicazione di informazioni privilegiate a singoli investitori si rivela quindi assai esiguo (si esclude dall'analisi, al solito, l'interlocuzione con il socio di controllo): per un verso, informazioni privilegiate possono essere comunicate selettivamente solo in presenza del requisito della «normalità», restrittivamente interpretato in giurisprudenza <sup>142</sup>; per altro verso, non sono numerose le situazioni

---

(141) Cfr. *supra*, nt. 19. V. inoltre, quanto previsto dal terzo dei *Principi Italiani di Stewardship* di Assogestioni, dove si condiziona la partecipazione degli investitori al dialogo all'«impegno [dei] componenti degli organi sociali a non divulgare informazioni sensibili o riservate in occasione di tale confronto». Va osservato, sul versante degli emittenti, come in alcune politiche di dialogo la comunicazione di informazioni privilegiate sia espressamente vietata (quand'anche legittima in base alla disciplina MAR). Il dato si concilia con la diffusa percezione secondo cui gli investitori istituzionali rifiutano di norma l'accesso «dietro le quinte» a informazioni privilegiate – quelle la cui trasmissione selettiva è più problematica nella legislazione vigente – onde evitare le limitazioni operative derivanti dal c.d. *wall crossing*. Diversa la situazione in ambito statunitense, alla luce del più limitato divieto operativo derivante in capo a chi riceva informazioni privilegiate, in base alle previsioni della *Regulation FD*: v. ampiamente M. BENG TZEN, *Private Investor Meetings in Public Firms*, cit., pp. 37 s., 53 ss. e *passim*.

(142) Cfr. CGCE, sentenza 22 novembre 2005, n. C-384 (Grøngaard e Bang), dove si è affermato che «la comunicazione di una [...]informazione [privilegiata] è giustificata soltanto se essa è strettamente necessaria all'esercizio di un lavoro, di una professione o di una funzione e avviene nel rispetto del principio di proporzionalità». Si ritiene che il presupposto della «normalità» (in termini di stretta necessità: c.d. *need-to-know*) tenda ad assorbire, nei fatti, quello dell'interesse della società che deve sussistere per giustificare la divulgazione: difficile in effetti immaginare l'ipotesi di una

in cui possa fisiologicamente configurarsi una comunicazione a singoli soci di informazioni precise e *price sensitive* non ancora divulgate al pubblico.

L'area di una possibile comunicazione riguarda, in primo luogo, operazioni straordinarie sulle quali si intenda sondare l'interesse o la disponibilità (adesione a un'opa, sottoscrizione di un aumento di capitale, partecipazione al *bookbuilding*, ecc.) di singoli azionisti rilevanti<sup>143</sup>: è, questo, l'ambito dei sondaggi di mercato *ex art.* 11 MAR, i cui articolati presidi fungono da *safe harbour* per l'emittente. Peraltro, vi sono situazioni in cui l'informazione privilegiata – verosimilmente oggetto di procedura di ritardo *ex art.* 17, par. 4, MAR – è selettivamente comunicata in *forme* e con *finalità* diverse da quelle previste dalla norma sul *market sounding*: si pensi al sondaggio presso investitori rilevanti circa l'intenzione di voto in assemblea su un'operazione straordinaria diversa da una fusione. La legittimità di una simile comunicazione non va esclusa *a priori*, potendo essere anzi richiesta per un corretto esercizio della funzione gestoria (pur senza beneficiare della “presunzione di normalità” assicurata dall'art. 11 MAR), come recentemente precisato dalla nostra autorità di vigilanza<sup>144</sup>.

In secondo luogo, vi è l'area dei dati contabili e delle informazioni previsionali, che potrebbero non aver formato oggetto di comunicazione al mercato, perché non ancora “recepiti”, secondo i casi, in un bilancio, in una relazione finanziaria infrannuale, o in piani industriali o proiezioni che l'emittente intenda diffondere. È discusso se tali informazioni riservate abbiano sempre (o in quali casi) natura privilegiata<sup>145</sup>. Certo è che la comunicazione a singoli investitori (o

---

comunicazione “normale” di un'informazione privilegiata a un socio senza che ciò sia anche sorretto da un interesse sociale.

(143) Talora, l'informazione relativa a un'ipotesi di operazione può divenire privilegiata proprio in conseguenza del manifestato interesse di azionisti rilevanti, perché solo in tale momento il progetto assume concretezza e *chances* di realizzabilità e, quindi, precisione ai sensi della disciplina MAR.

(144) V. ampiamente, in argomento, C. DI NOIA-M. GARGANTINI, *Corporate governance e comunicazione di informazioni privilegiate*, in U. TOMBARI (a cura di), *Informazione societaria*, cit., p. 38 ss.; C. MOSCA, *Director-Shareholder*, cit., p. 40 ss. V. oggi il già citato Q&A della Consob in tema di informazione selettiva nei confronti dei soci (in particolare, cfr. Q1).

(145) Cfr. in argomento già P. SFAMENI, *Commento sub art. 114 TUF*, in P. MARCHETTI-L.A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate*, vol. I, Milano, 1999, p. 521 ss.. Vi è chi ritiene non consentita, in linea di principio, la comunicazione selettiva di dati contabili e previsionali: cfr. in tal senso C. MOSCA, *Comunicazione selettiva*, cit., p. 56 ss.; e, soprattutto, EAD., *Il sottile confine tra informazioni interne e informazioni*

ad analisti finanziari) può risultare critica, specie a ridosso della comunicazione al mercato e alla luce dell'intrinseco valore che questa informazione, ancorché non 'tecnicamente' privilegiata, può avere per gli operatori sofisticati che la ricevono selettivamente; dal che scaturisce il conseguente problema se l'avvenuta *disclosure* selettiva richieda di essere a sua volta resa nota al pubblico (semmai unitamente alla pubblicazione delle predette informazioni finanziarie o proiezioni).

Un terzo caso riguarda l'azionista che comunichi *all'emittente* un'informazione che, per quest'ultimo, potrebbe rivestire carattere *price sensitive*, determinando dunque limitazioni operative (anche se non l'attivazione di obblighi di comunicazione *ex art. 17 MAR*, trattandosi di informazione proveniente dal mercato e non dalla società): si pensi al socio rilevante che comunichi al *board* l'intenzione di acquistare una ulteriore partecipazione significativa nella società, o di presentare una propria lista di candidature, o di esercitare un diritto della minoranza qualificata (come la richiesta di convocazione dell'assemblea)<sup>146</sup>.

I casi sopra esemplificati – e le relative incertezze applicative – ingenerano l'esigenza di proteggere e presidiare l'informazione dell'emittente rispetto a tutte comunicazioni selettive, non solo quando si sia in presenza di elementi *price sensitive*, ma anche negli altri casi nei quali all'informazione possa essere riconosciuto un valore patrimoniale, come avviene quando l'informazione è catalogata o considerata come riservata in conformità alle procedure interne dell'emittente<sup>147</sup>. Si apre,

---

*privilegiate*, in P. MARCHETTI-F. GHEZZI-R. SACCHI (a cura di), *Il caleidoscopio*, cit., p. 177 ss.; C. DI NOIA-M. GARGANTINI, *op. cit.*, p. 48. Nella letteratura americana, cfr. M. BENGZTEN, *Private Investor Meetings in Public Firms*, cit., p. 47, ove riferimenti. Altri tuttavia ricordano come la comunicazione di elementi informativi che, singolarmente considerati, non superano la soglia di *price sensitivity* non deve ritenersi vietata quand'anche essa sia rilevante per le decisioni del soggetto che li riceve, alla luce del suo più ampio patrimonio conoscitivo: il richiamo, qui, è alla c.d. *mosaic theory*, i cui effetti – *materiality* dell'informazione per chi la riceve ma non per chi la diffonde – sono considerati leciti da un orientamento della SEC americana (cfr. SEC, *Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading*, Release Nos. 33-7881 e 34-43154, 15 agosto 2000), mentre, in ambito europeo, la situazione è meno definita: cfr. C. DI NOIA-M. GARGANTINI, *op. cit.*, p. 48 ss. Più in generale, sull'informazione dalla quale gli investitori possono trarre opportunità di profitto, ma non considerabile come privilegiata, cfr. ad es. D. LANGEVOORT, *Rereading Cady, Roberts: The Ideology and Practice of Insider Trading Regulation*, in 99 *Colum. L. Rev.*, 1999, p. 1335, J.M. FRIED, *Insider Trading via the Corporation*, in 162 *U. Pa. L. Rev.*, 2014, p. 908 (dove si parla di «valuable, 'sub-material' information»).

(146) Cfr. in argomento C. DI NOIA-M. GARGANTINI, *Corporate governance*, cit., p. 36 s., ove un riferimento all'orientamento della Consob sul punto.

(147) Sull'informazione come «valore patrimoniale per la società», cfr. M.

qui, un ulteriore ambito di intervento delle politiche di gestione del dialogo previste dal Codice, nella logica della cura e predisposizione di assetti adeguati a protezione sia del complessivo patrimonio informativo della società sia del mercato finanziario cui la stessa accede.

In tale contesto, sembra meritevole di specifico monitoraggio l'utilizzo nei dialoghi di (a) informazioni che, pur non ancora privilegiate, siano suscettibili di diventarlo e siano quindi eventualmente già tracciabili sulla base della normativa interna adottata dall'emittente<sup>148</sup>, (b) informazioni contabili e previsionali, su cui l'interlocuzione con soci potrebbe opportunamente essere vietata nei giorni precedenti le programmate presentazioni al mercato<sup>149</sup> e monitorata nei mesi successivi. Sarà poi utile approntare procedure e *disclaimer* – anche sulla scorta del “modello” tracciato dall'art. 11 MAR, ma al di fuori delle fattispecie ivi specificamente contemplate – che rendano l'interlocutore avvertito circa la tipologia di informazioni trasmesse e ne disciplinino, anche sotto forma di impegni di quest'ultimo, la riservatezza e i limiti di utilizzabilità.

6. La prassi registra interlocuzioni con portatori di interesse *diversi* dai soci, ma in stretto collegamento con il dialogo con gli azionisti. Vi sono, anzitutto, i confronti con enti “esponenziali” rappresentativi di azionisti, come le associazioni di soci *retail* (presenti soprattutto nelle ex banche popolari e nelle società cooperative o ex

---

MAUGERI, *Gruppi di società*, cit., p. 935, ove il richiamo a C. ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria*, in *La riforma delle società quotate*, Atti del convegno di S. Margherita Ligure, Milano, 1998, p. 271.

(148) Sul punto, è utile il richiamo alla nozione di informazione “rilevante” o “potenzialmente privilegiata” per cui le linee guida della Consob in tema di *Gestione delle informazioni privilegiate* (2007) suggeriscono l'adozione di specifici presidi (per un cenno, v. C. MOSCA, *Comunicazione selettiva*, cit., p. 53, nt. 79). E così, ad esempio, ove l'emittente stabilisca divieti operativi in capo agli *insider* già in presenza di informazioni “rilevanti”, tale divieto potrà essere opportunamente esteso, su base contrattuale, agli interlocutori esterni come condizione cui la trasmissione dell'informazione stessa viene subordinata.

(149) Nel codice di *corporate governance* olandese del 2016 è previsto che gli incontri con gli analisti e le presentazioni agli investitori non possano aver luogo «shortly before» la pubblicazione dei risultati annuali o di periodo (art. 4.2.3). È interessante peraltro notare che, nella precedente versione del codice (2008), il divieto venisse espressamente esteso anche alle «direct discussions with the investors». In effetti, alcune delle prime politiche di gestione del dialogo pubblicate in Italia vietano interlocuzioni con gli azionisti durante i c.d. *blocking periods* durante i quali è vietata l'operatività degli esponenti aziendali (art. 19, par. 11, MR). In argomento v. anche H.C. HIRT-K.J. HOPT-D. MATTHEUS, *Dialog*, cit., p. 736.

cooperative, anche in rappresentanza di dipendenti-soci) e le associazioni di investitori istituzionali<sup>150</sup>. Vi sono, poi, le comunicazioni con gli obbligazionisti, con gli investitori potenziali – tipicamente oggetto di attenzione da parte degli *investor relators* ed oggi espressamente menzionate dai *Principles* di Assonime – e, infine, le interlocuzioni con i consulenti di voto.

Su quest'ultima casistica è utile soffermarsi brevemente, tenendo conto che la disciplina europea dei *proxy advisors*, recepita in Italia nell'art. 124-*octies* del TUF<sup>151</sup>, prevede una specifica *accountability*, a carico di questi soggetti, rispetto al dialogo che gli stessi intrattengano con gli emittenti quotati; al contempo, tale forma di interlocuzione non è disciplinata, né è previsto il diritto degli emittenti di ricevere in anticipo le proposte di raccomandazione di voto che il consulente intende mettere a disposizione dei suoi clienti<sup>152</sup>.

In tale contesto, è comprensibile che sia l'emittente sia il consulente possano avere interesse a un reciproco confronto in preparazione dell'assemblea<sup>153</sup>, tipicamente per verificare che le singole proposte di deliberazione dell'organo amministrativo (si pensi, per fare un esempio, alle caratteristiche di un piano di incentivazione basato su strumenti finanziari) siano rispondenti ai criteri generali che i *proxy advisors* sono

---

(150) Significativo, nella realtà italiana, il caso del *Comitato dei Gestori* costituito in seno ad Assogestioni. Il Comitato è composto dagli investitori istituzionali (italiani ed esteri) che cooperano alla presentazione di liste di candidati per l'elezione dei componenti di minoranza negli organi sociali. Il Comitato è stato protagonista – unitamente a singoli investitori istituzionali – di iniziative di *engagement* nei confronti di alcuni emittenti e loro azionisti (in particolare, Telecom Italia e Vivendi, nel novembre 2015).

(151) Si veda specificamente, al comma 1, la lett. *d*), ove si chiede ai consulenti di dar conto, nella relazione annuale, de «la portata e la natura del dialogo, se del caso, intrattenuto con le società oggetto delle loro ricerche, dei loro consigli o delle loro raccomandazioni di voto e con i portatori di interesse della società».

(152) Per l'analisi del tema, cfr. G. BALP, *Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach*, in 14 *ECFR*, 2017, p. 23 ss., ove anche una ricognizione (e confutazione) delle opinioni critiche su tale aspetto della disciplina europea. L'Autrice ricorda come sia la AMF francese (nella raccomandazione No. 2011-06), sia il Deutsches Aktieninstitut (in *Vorschlag mit Nebenwirkungen: EU Kommission fördert (unintendiert) Geschäftsmodell von Hedge Funds*, 2014, sul sito [www.dai.de](http://www.dai.de)) hanno raccomandato il preventivo intervento dell'emittente sulle proposte di raccomandazione di voto.

(153) Sulla individuazione delle ragioni sottostanti tale interesse, cfr. diffusamente G. BALP, *I consulenti di voto*, Milano, 2017, p. 222 ss. Interessante il cenno dell'Autrice alla prassi di dialoghi anche *post*-assembleari, ad esempio incentrati sulle ragioni del voto contrario che il consulente abbia espresso rispetto a certe proposte del consiglio.

soliti rendere noti in occasione di ciascuna stagione assembleare; ciò – nell’ottica della società – anche per prevenire disallineamenti che, in caso di raccomandazione negativa, potrebbero influenzare l’esito della deliberazione, il corso del titolo o anche la reputazione dell’emittente.

È naturale ipotizzare che le forme, le modalità e i limiti previsti per il dialogo con gli investitori (specie) professionali si estendano, in linea di principio, anche ai consulenti di voto, i quali operano nell’interesse di tali investitori<sup>154</sup>. Va osservato, peraltro, che il *proxy advisor* non solo è soggetto estraneo alla compagine sociale dell’emittente, ma neppure agisce quale mandatario per conto di suoi azionisti<sup>155</sup>; al contrario, esso opera nell’ambito di una rete plurale e non facilmente tracciabile di clienti a favore dei quali presta i propri servizi di consulenza, e la sua attività ha importanti potenzialità di riverbero sul mercato, anche a causa della pubblicità che i *proxy advisors* sovente danno alle proprie raccomandazioni<sup>156</sup>. Ciò suggerisce particolare cautela nell’assimilare la posizione del *proxy advisor* a quella di un singolo azionista destinatario di flussi informativi “selettivi” (a prescindere dalla natura privilegiata dell’informazione trasmessa) nell’ambito delle forme di dialogo esaminate in precedenza.

Ad esempio, di fronte alla prospettazione di un’operazione straordinaria – dove la protezione delle informazioni rilevanti è particolarmente delicata – appare meno facilmente configurabile l’interesse della società ad avviare interlocuzioni di approfondimento con un consulente di voto: non si tratta, infatti, di sondare la disponibilità del singolo azionista rilevante (che il consulente non rappresenta) a partecipare all’operazione; ed è poco realistico supporre che un investitore istituzionale fondi la propria decisione di sottoscrivere un aumento di capitale o approvare una fusione basandosi sulla raccomandazione di un *proxy advisor* che è privo di diretto interesse nell’operazione (o,

---

(154) Si tratta peraltro di una semplificazione, alla luce del più complesso ruolo di “intermediazione” e *gatekeeping* che, nei fatti, i consulenti di voto svolgono rispetto alla *corporate governance* delle società quotate: rinvio a M. MAUGERI, *Proxy advisors, esercizio del voto e doveri*, in *Rivista ODC*, 2016, fasc. 1, spec. p. 4 ss.; G. BALP, *Regulating proxy advisors*, cit., p. 23 s.

(155) L’ipotesi è correttamente esclusa da G. BALP, *I consulenti di voto*, cit., p. 153. Per converso, può postularsi una assimilazione piena tra azionista e “terzo” allorché quest’ultimo agisca quale effettivo mandatario di uno o più soci: è il caso, sopra accennato nel testo, delle (organi delle) associazioni di azionisti, così come di altri gruppi organizzati di soci (ad esempio il direttivo di un patto parasociale).

(156) Sugli effetti che le concrete modalità di svolgimento del servizio di consulenza di voto possono riverberare sulla generalità degli azionisti e sull’emittente, v. ancora G. BALP, *I consulenti di voto*, cit., p. 171 ss.

addirittura, è portatore di interessi confliggenti derivanti da rapporti con altri azionisti).

Una diversa conclusione può prospettarsi in relazione al tema della remunerazione, così come a questioni più generali di *corporate governance* e strategie di sostenibilità. Sembra infatti giustificarsi – in questi ambiti che non coinvolgono direttamente un impiego di risorse finanziarie da parte dell'azionista o la redditività del suo investimento – l'apertura di flussi informativi verso soggetti il cui ruolo, più che esaurirsi nella cura degli interessi di singoli soci, si evolve verso quello di un *advisor* “pubblico” nell'ambito del governo societario.

GIULIO SANDRELLI \*

---

\* Ricercatore di Diritto commerciale nell'Università degli Studi Roma Tre. Il presente lavoro rielabora un mio contributo dal titolo “*Il dialogo tra amministratori, soci e stakeholder: spunti dall'autodisciplina italiana*” destinato al *Commentario al Codice di Corporate Governance*, a cura di A.A. Awwad e F. Bordiga, Giappichelli, Torino, in corso di pubblicazione.