UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI SALERNO

DIPARTIMENTO DI SCIENZE GIURIDICHE
(SCUOLA DI GIURISPRUDENZA)

DOTTORATO DI RICERCA IN SCIENZE GIURIDICHE
Curriculum privatistico

XXXVII CICLO

DOTTORATO PON – D.M. n. 1061 del 10 agosto 2021
BORSA FINANZIATA CON FONDI A VALERE SU RISORSE FSE-REACT EU
PER L'AZIONE IV.5

TESI DI DOTTORATO
IN

Il ruolo dei soci nella *corporate governance* sostenibile

Tutor
Ch.mo Prof. Giuseppe Fauceglia

Dottorando
Daniele Petta

Co-Tutor
Ch.mo Prof. Filippo Murino

Coordinatore
Ch.mo Prof. Geminello Preterossi

ANNO ACCADEMICO 2023/2024

INDICE

INTRODUZIONE

CAPITOLO PRIMO

LA *CORPORATE GOVERNANCE* AL CENTRO DEL DIALOGO NORMATIVO SULLA SOSTENIBILITÀ

Sezione I

L'ARTICOLATO SISTEMA DELLE FONTI EUROPEE

1. *Corporate governance*: una formula sostenibile. ***1***
   1.1. (*segue*) La definizione di un indirizzo di governo societario integrato da interessi-altri meritevoli di tutela. L'elasticità dell'interesse sociale. ***5***
2. La genesi di un *framework* normativo sulla sostenibilità. ***8***
3. La previsione di un maggiore coinvolgimento nella *governance* con la SHRD II. ***11***
   3.1. (*segue*) L'*engagement* degli interlocutori sociali. ***13***
   3.2. (*segue*) La rilevanza strategica dei *proxy advisors*. ***17***
   3.3. (*segue*) Il coinvolgimento dei soci nella determinazione delle remunerazioni degli amministratori: la disciplina del *say on pay*. ***18***
4. L'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari: il Regolamento *Disclosure* (UE) 2019/2088. ***20***
   4.1. (*segue*) Il Regolamento Tassonomia (UE) 2020/852. ***22***
5. La scarna incidenza della *soft law* nella transizione verso un governo societario sostenibile. ***23***
6. La veste impositiva della rendicontazione di sostenibilità a séguito della CSRD. ***26***
7. L'integrazione di un dovere di diligenza nella *governance* societaria con la CS3D. ***29***
8. La Direttiva (UE) 2025/794: «*stop the clock*». ***32***

Sezione II

L'IMPATTO DELLA NORMATIVA EUROPEA IN ITALIA

1. Il recepimento della Direttiva 2014/95/UE in Italia. ***35***

1.1. (*segue*) La descrizione delle politiche in materia di diversità e il rilievo del Regolamento (UE) 2020/852 nell'informativa non finanziaria. ***39***

2. Le innovazioni accolte dal d. lgs. 10 maggio 2019, n. 49. La remunerazione del *board*. ***41***

2.1. (*segue*) Lo spazio «sociale» degli investitori istituzionali e la trasparenza dei consulenti in materia di voto. ***43***

3. Il contributo dell'autodisciplina nel panorama normativo sulla sostenibilità. Il Codice di *corporate governance*. ***45***

4. Le implicazioni sostenibili di carattere costituzionale. La legge costituzionale n. 1/2022. ***49***

5. Il diritto alla sostenibilità si arricchisce di un ulteriore tassello: il d. lgs. 6 settembre 2024, n. 125. ***51***

CAPITOLO SECONDO

IL COINVOLGIMENTO DEI SOCI NELLA *CORPORATE GOVERNANCE*. LA RILEVANZA DEL DIALOGO CON IL *BOARD*

Sezione I

L'INCIDENZA DELL'INFORMAZIONE NELLA *GOVERNANCE* SOCIETARIA: I RIFLESSI ORGANIZZATIVI DEL DIALOGO EXTRA-ASSEMBLEARE

1. L'interazione dei soci con il *management* nello sviluppo sostenibile dell'impresa. ***54***

2. L'informazione come prerogativa riconosciuta al socio in maniera rigidamente egualitaria: l'art. 92 t.u.f. ***58***

3. L'informazione quale «strumento essenziale» del controllo e la (in)sussistenza di un canale informativo a favore del socio «rilevante». ***66***

3.1. (*segue*) La natura privilegiata dell'informazione. ***72***

4. Spazi di ammissibilità della comunicazione selettiva: il divieto di *tipping*, il *market sounding* e la diffusione «individualizzata» di informazioni. ***76***

4.1. (*segue*) L'interpretazione della Corte di Giustizia dell'Unione europea. La portata del requisito della «precisione». ***79***

5. La circolazione dell'informazione. Il criterio dell'interesse sociale. ***80***

Sezione II

L'INTERFERENZA DEL DIALOGO NELLA *GOVERNANCE* SOCIETARIA: LA DEFINIZIONE DEL MOMENTO DECISIONALE

1. La compatibilità del dialogo con la connotazione tipologica della *governance*. ***84***
2. La condivisione di informazioni e l'esigenza di una neutralizzazione della funzione gestoria. ***88***
3. Il legame tra l'attività interlocutoria dei soci e l'attività esecutiva degli amministratori. La responsabilità del *board*. ***91***
   3.1. (*segue*) L'attività di direzione e coordinamento quale forma di intervento extra-assembleare nella gestione (brevi cenni). ***93***
4. L'ingerenza dell'assemblea nella sfera della gestione (esclusiva). ***94***
   4.1. (*segue*) La redistribuzione del potere decisionale. ***98***
   4.2. (*segue*) L'inadeguatezza dell'organo gestorio solista nella transizione verso la sostenibilità. ***103***

CAPITOLO TERZO

IL RUOLO DELL'ASSEMBLEA NELLA *CORPORATE GOVERNANCE* SOSTENIBILE

1. Lo «sbocco assembleare». Il potenziale esito dell'attivismo dei soci-investitori e la (ri)qualificazione dell'evento collegiale. ***107***
2. L'esigenza di una legittimazione «democratica» alla consultazione assembleare. ***112***
   2.1. (*segue*) L'inquadramento funzionale di una pronuncia consultiva. Il nesso tra politiche di remunerazione degli amministratori e obiettivi di sostenibilità. ***116***
3. La funzione (deliberativa) rilevante del *say on climate* nella relazione tra organo assembleare e organo amministrativo. ***123***
   3.1. (*segue*) La competenza gestoria del *board* e il rapporto di «continenza» tra deliberazione assembleare vincolante e non vincolante. ***126***
4. L'assenza di una sovrapposizione tra il *say on climate* e il dialogo extra-assembleare. ***129***
5. L'opportunità di uno spazio per la configurazione di un diritto di voto consultivo. Note conclusive. ***133***

BIBLIOGRAFIA

1. Indice delle opere. ***141***
2. Indice della giurisprudenza. ***162***

INTRODUZIONE

Il tema della sostenibilità, nelle sue declinazioni *environmental*, *social and governance*, ricopre un ruolo significativo nel dibattito scientifico contemporaneo. L'espressione allude a un fenomeno multiforme e rimanda a una categoria concettuale in costante evoluzione che, in uno scenario disarmonico, rischia, talvolta, di assumere i connotati di una nozione ambigua, priva di effettivo contenuto, anche prescrittivo.

Significativa è l'incidenza che la tematica - o, forse, più realisticamente, la problematica - ambientale spiega nell'àmbito del diritto dell'impresa, che risulta, così, condizionato da tale ulteriore fattore dirimente.

Le più ampie riflessioni sui futuri sviluppi dell'economica capitalistica manifestano l'improcrastinabile necessità di adottare nuove regole di conduzione della realtà societaria, sulla scorta della acquisita consapevolezza di una correlazione tra sviluppo economico e incremento delle diseguaglianze, del consumo di risorse ambientali e degli squilibri sociali.

L'evoluzione normativa in atto mira alla introduzione di un nuovo criterio di correttezza imprenditoriale, sensibile alla tutela degli interessi ambientali e sociali, destinato a orientare le scelte e le decisioni di investimento.

La progressiva e penetrante regolamentazione dei profili relativi al governo della società e alla organizzazione dell'impresa mossa dalla esigenza di tutela di interessi altri meritevoli di attenzione conduce a una (ri)valutazione delle modalità di esercizio dell'attività riconducibile allo schema imprenditoriale. Non è tanto stabilire se le norme mutate innovino o conclamino la sostenibilità, quanto individuare le modalità per una gestione sostenibile dell'impresa: i parametri della valutazione economica sono da ponderare con i criteri della valutazione sostenibile.

L'innovato codice regolamentare costituisce il presupposto della implementazione nella logica degli affari di un nuovo codice culturale, incentrato sull'attenzione ai rischi di sostenibilità. Il carattere prioritario di interessi diversi dalla mera ottimizzazione del profitto o, comunque, dall'incremento delle partecipazioni sociali rinviene, invero, le sue radici in scelte etiche o reputazionali, non di rado indotte da esigenze di mercato, tese a ridurre il divario tra l'obiettivo caratterizzante la gestione e le strategie per mezzo delle quali il *corporate purpose* può concretizzarsi. È ormai chiaro che di sostenibilità possa discorrersi sia con riguardo alla gestione dell'impresa, e quindi in relazione agli obblighi gravanti sull'organo amministrativo della società, sia in riferimento alla gestione di patrimoni altrui, e allora evocando doveri imputabili agli stessi investitori, nella piena esplicazione della natura trasversale del concetto.

La tradizionale tensione tra valore economico e valore sostenibile o, più precisamente, l'antinomia tra scopo lucrativo e sostenibilità appare, così, declassata per fare spazio a una concezione di lucro sostenibile, in cui la realizzazione delle nuove finalità sociali non rappresenta semplicemente un'alternativa perseguibile dall'impresa a determinate condizioni, al solo fine di poter competere sul mercato, ma, altresì, un obiettivo imposto dal legislatore; in tal senso, la sostenibilità non incide sull'*an*, ma solo

sul *quomodo* in cui l'impresa persegue il suo fine, che rimane lucrativo anche se (e quando) sostenibile.

L'attenzione verso rischi ambientali e sociali, oltre che di governo, è ormai riconosciuta quale componente strutturale imprescindibile in quanto manifestazione dell'agire della struttura corporativa: in tal senso, sostenibilità rinvia non soltanto alla capacità di conservare una simmetria economica su di un orizzonte temporale sufficientemente lungo, ma, altresì, all'esigenza di non pregiudicare, nell'intervallo considerato, lo sviluppo di assetti naturali, ambientali, climatici, sociali.

La sostenibilità dell'impresa è, in primo luogo, un tema di *corporate governance*.

CAPITOLO PRIMO

LA *CORPORATE GOVERNANCE* AL CENTRO DEL DIALOGO NORMATIVO SULLA SOSTENIBILITÀ

Sezione I

L'ARTICOLATO SISTEMA DELLE FONTI EUROPEE

SOMMARIO: 1. *Corporate governance*: una formula sostenibile. – 1.1. (*segue*) La definizione di un indirizzo di governo societario integrato da interessi-altri meritevoli di tutela. L'elasticità dell'interesse sociale. – 2. La genesi di un *framework* normativo sulla sostenibilità. – 3. La previsione di un maggiore coinvolgimento nella *governance* con la SHRD II. – 3.1. (*segue*) L'*engagement* degli interlocutori sociali. – 3.2. (*segue*) La rilevanza strategica dei *proxy advisors*. – 3.3. (*segue*) Il coinvolgimento dei soci nella determinazione delle remunerazioni degli amministratori: la disciplina del *say on pay*. – 4. L'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari: il Regolamento *Disclosure* (UE) 2019/2088. – 4.1. (*segue*) Il Regolamento Tassonomia (UE) 2020/852. – 5. La scarna incidenza della *soft law* nella transizione verso un governo societario sostenibile. – 6. La veste impositiva della rendicontazione di sostenibilità a séguito della CSRD. – 7. L'integrazione di un dovere di diligenza nella *governance* societaria con la CS3D. – 8. La Direttiva (UE) 2025/794: «*stop the clock*».

1. *Corporate governance*: una formula sostenibile.

La locuzione *corporate governance*[1] sottende plurime e mutevoli declinazioni, la cui variabilità è influenzata dall'angolo di osservazione assunto, dalle linee evolutive che connotano l'ordinamento giuridico di riferimento e, ancóra, dagli interessi oggetto di indagine[2], su cui si appunta l'attenzione; coniugazioni sulle quali spiega, in ogni caso, un'incidenza determinante il panorama socioeconomico e la forte dinamicità che lo caratterizza[3]. L'ampia portata della nozione è parametrata ai molteplici possibili esiti dell'iniziativa economica[4] quale risultato della interazione di tutti gli attori della rete sociale per l'attuazione di una prospettiva progettuale condivisa[5].

---

[1] L'origine del lemma *corporate governance* è pacificamente attribuita a R. EELLS, *The Structure and Functioning of Corporate Polity*, 1960, p. 108, che impiega il termine *de quo* per individuare «the structure and functioning of the corporate polity»; per un approfondimento, si rinvia a M. BECHT, P. BOLTON, A. RÖELL, *Corporate law and governance*, Amsterdam, Elsevier, 2007, p. 834.

[2] In tema P. MONTALENTI, *I problemi della* governance, in *Giur. comm.*, 2024, I, p. 370, che, con riferimento alla *corporate governance*, discorre di una «formula polisensa».

[3] P. MONTALENTI, *Lezione aperta. L'Università e il diritto commerciale, oggi. L'evoluzione della società per azioni: quali prospettive?*, in *Rivista ODC*, 2021, p. 1118.

[4] Cfr. A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria. Fra regole e contesto*, Bologna, Il Mulino, 2023, p. 46, la quale evidenzia come la varietà dell'elaborazione concerna sia i «fini» sia i «mezzi» della *governance*.

[5] F. ANTOLDI, *La corporate governance nelle aziende non profit*, in D.M. SALVIONI (a cura di), *Corporate governance e sistemi di controllo della gestione aziendale*, Milano, FrancoAngeli, 2004, p. 188.

L'espressione rinvia a una tematica multiforme posta al centro di approfondite riflessioni non solo tra giuristi ma, più in generale, di un dibattito scientifico interdisciplinare sviluppatosi in consessi eterogenei (istituzionali, economici, finanziari, politici)[6]. L'assenza di una visione sistematica - e l'affermazione di una nozione «confusa» tra diritto societario, diritto dell'impresa, diritto dei mercati finanziari, *corporate finance* e *business administration*[7] - delinea uno scenario disarmonico e rimanda, altresì, a una categoria concettuale in costante evoluzione[8], il cui perimetro di indagine non può essere elaborato su specifici assunti teorici[9], ma postula l'adozione di una prospettiva d'analisi che tenga conto dei processi decisionali ed evolutivi dell'impresa, nonché dei suoi rapporti con l'esterno[10], oltre che l'insieme dei meccanismi posti a tutela dell'assetto di interessi cui la correttezza gestoria deve ambire[11].

Il complesso sistema di princìpi, regole e vincoli che qualifica la struttura organizzativa dell'attività d'impresa[12] risulta condizionato - nell'attuale contesto ordinamentale in cui la tensione tra valore economico e valore sostenibile diviene *mainstream*[13] - da un ulteriore dirimente elemento, che non contempla unicamente il traguardo dell'azione, ma involge le fasi istruttorie e decisionali che vi conducono: la sostenibilità[14].

---

[6] P. MONTALENTI, *Impresa, sostenibilità e fattori ESG: profili generali*, in *Giur. it.*, 2024, p. 1190; M. VENTORUZZO, *Osservazioni sulle conseguenze applicative dell'adozione di clausole statutarie (e di autodisciplina) sul "successo sostenibile"*, in *Riv. soc.*, 2024, p. 131.

[7] F. CHIAPPETTA, *Diritto del governo societario,* Milano, Cedam, 2024, p. 1.

[8] A. ZATTONI, *Corporate governance*, Milano, Egea, 2015, *passim*; F. CHIAPPETTA, *Diritto del governo societario. La* corporate governance *delle società quotate*, Padova, Cedam, 2013, p. 1, evidenzia come la *corporate governance* sia una materia «confusa» di particolare interesse.

[9] Non appare condivisibile la nozione (restrittiva) richiamata da A. MINICHILLI, F. QUARATO, *Principi di corporate governance*, Milano, Egea, 2022, p. 1., che descrivono la *corporate governance* come «modalità di distribuzione *ex post* del valore generato dall'impresa».

[10] M. STELLA RICHTER JR., *Governo e organizzazione delle società di gestione del risparmio*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 104.

[11] M. MAUGERI, Corporate Governance *e assemblea dei soci nella Rivista di Diritto Commerciale del Novecento*, in *Giur. comm.*, 2024, I, p. 83, definisce *corporate governance* «il modo in cui può essere allocata la competenza decisionale tra soci e amministratori e può essere assicurato un controllo sulla correttezza di tali decisioni».

[12] A. BUSANI, *Regole di* corporate governance, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2021, *passim.*

[13] Cfr. A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile,* cit., p. 19.

[14] L'etimologia del termine sostenibilità deriva dal verbo latino «*sustĭneo, sustinēre*», che significa resistere, durare, ma anche sostenere, sorreggere, sopportare, proteggere, nutrire; il cospicuo contenuto semantico, dal confine incerto, rinvia al senso scientifico dell'espressione, nata in riferimento a tematiche ambientali e successivamente utilizzata in numerosi e differenti campi di studio e di azione: così G. LIACE, *I contratti di intermediazione finanziaria nel quadro della finanza sostenibile*, in P. MONTALENTI, M. NOTARI (a cura di), *Banche, contratti di finanziamento alle imprese e sostenibilità*, Atti del Convegno, Courmayeur, 15-16 dicembre 2023, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2024, p. 157. Sul punto si osserva, per mera completezza espositiva, che il concetto di sostenibilità è stato introdotto solo di recente nel lessico giuridico, ma il suo ingresso nel contesto sociale risale alla prima Conferenza delle Nazioni Unite sull'ambiente a Stoccolma, nel 1972, in cui si è posto l'accento sulla soluzione dei problemi ambientali, senza tuttavia tralasciare gli aspetti sociali, economici e quelli relativi allo sviluppo; il testo è reperibile all'indirizzo *www.are.admin.ch*. Per una ricostruzione del processo che ha determinato la cristallizzazione del concetto normativo di sostenibilità si rinvia a P.G. ALPA, *Responsabilità degli amministratori di società e principio di «sostenibilità»*, in *Contr. e impr.*, 2021, p. 728; B. TONOLETTI, *I cambiamenti climatici come problema di diritto pubblico universale*, in *Riv. giur. ambiente*, 2021, p. 43; C.E. PAPADIMITRU, *Dalla finanza al sostenibile e dal sostenibile alla finanza d'impatto: i prodotti finanziari* "green", in E. CORAPI (a cura di), *Sostenibilità e mercato*

L'attenzione verso rischi ambientali e sociali, oltre che di governo, è ormai riconosciuta quale componente strutturale imprescindibile[15] o, più precisamente, come realtà intrinseca alla *governance*[16] in quanto manifestazione dell'agire dell'architettura corporativa, nel rispetto di una impostazione essenzialmente procedimentale[17] che, in via di estrema semplificazione, attesa la difficoltà di circoscrivere la dimensione fenomenologica legata al concetto di sostenibilità[18], allude alla capacità di conservare una simmetria economica su di un orizzonte temporale sufficientemente lungo ed è altresì evocativa, adottando un'angolazione esterna, dell'esigenza di non pregiudicare, nell'intervallo considerato, lo sviluppo di assetti naturali, ambientali, climatici, sociali[19]; emerge, dunque, la necessità per l'impresa di perseguire un interesse sociale-economico-finanziario in modo sostenibile e responsabile nel tempo[20].

Il sintagma *sustainable corporate governance*[21], impiegato nel confronto internazionale[22] così come nelle procedure decisionali sovranazionali sia di *hard law* che di *soft law*[23],

---

finanziario. Questioni aperte e profili comparati, Milano, Cedam, 2023, p. 56; F. LUBIAN, *La sostenibilità come clausola generale: una prospettiva comparata*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2024, p. 737.

15 F. SUDIERO, *Il contributo della sostenibilità ad una teoria dell'interesse legittimo di diritto societario*, in *ODCC*, p. 81.

16 L. CALVOSA, *La sfida della sostenibilità*, in *Riv. dir. soc.*, 2024, p. 5; cfr. altresì F. DENOZZA*, Rendere lo sviluppo sostenibile e democratico,* in D. CATERINO, I. INGRAVALLO (a cura di), *L'impresa sostenibile. Alla prova del dialogo dei saperi*, Lecce, EuriConv, 2020, p. 27.

17 L. CALVOSA, *La sfida della sostenibilità*, cit., p. 12.

18 M. MAUGERI, *Sostenibilità ed* Engagement *degli azionisti istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 1350.

19 *Infra*, cap. III, § 2.

20 U. TOMBARI, Corporate purpose *e diritto societario: dalla "supremazia degli interessi dei soci" alla libertà di scelta dello "scopo sociale"?*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 13. Nel dibattito internazionale sulla *corporate governance*, E. STERNBERG, *The defects of Stakeholder Theory*, in *Corporate Governance: An International Review*, 1997, p. 5, rinviene nell'*accountability* della gestione imprenditoriale il principio fondante l'efficienza del sistema di governo societario.

21 L'espressione *sustainable corporate governance* è richiamata dalla Commissione Europea nell'*Inception Impact Assessment* del luglio 2020, con riferimento ad una *governance* diretta ad una migliore (*i.e.*, più sostenibile) considerazione degli interessi ambientali; cfr. E. BARCELLONA, *La* sustainable corporate governance *nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d.* stakeholderism, in *Riv. soc.*, 2022, p. 7. Per un commento all'*Inception Impact Assessment* del luglio 2020 si rinvia, tra gli altri, a S. ROSSI, *Il diritto della* Corporate Social Responsibility, in *Rivista ODC*, 2021, pp. 120-121.

22 Emblematico, in tal senso, è il rinvio alla Risoluzione 70/1 (*Trasformare il nostro mondo: l'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile*) adottata dall'Assemblea Generale delle Nazioni Unite il 15 settembre 2015, consultabile all'indirizzo *www.temi.camera.it*.

23 Il quadro normativo è articolato. Cfr., ad esempio, la *Loi Pacte* francese (*Plan d'Action pour la Croissance et la Transformation des Enterprises*) del 2019, che, innovando l'*art.* 1833 del *code civil*, consultabile all'indirizzo *www.legifrance.gouv.fr*, attribuisce rilevanza, all'interno della nozione di interesse sociale, alle «*enjeux sociaux et environnementaux*» connesse all'attività di impresa; il *Belgian Code of Corporate Governance* del 2020, che, al *principle* 2.1, disponibile all'indirizzo *www.corporategovernancecommittee.be*, prevede l'obbligo per il *board* di perseguire la creazione di «*sustaianble value*» da parte della società; il *Deutscher Corporate Governance Kodex* del 2020, che, nella prefazione, reperibile su *www.dcgk.de*, puntualizza come il concetto di interesse sociale ricomprenda gli interessi «*der sonstigen mit dem Unternehmen verbundenen Gruppen (Stakeholder)*»; lo *UK Corporate Governance Code* del 2018, che, al *principle* 1.A, consultabile all'indirizzo *www.frc.org.uk*, attribuisce al Consiglio di amministrazione il ruolo di promuovere «*the longterm sustainable success of the company*». Per maggiori riferimenti, cfr. L. CALVOSA, *La* governance *delle società quotate italiane nella transizione verso la sostenibilità e la digitalizzazione*, in *Riv. soc.*, 2022, p. 310, nt. 4; U. TOMBARI, Corporate purpose *e diritto societario*, cit., pp. 8 ss.; R. ROLLI, *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità*, Bologna, Il Mulino, 2020, pp. 45 ss.

sintetizza all'interno di un'unica etichetta definitoria questioni di ampio spettro[24] unitamente a un assetto composito di interessi[25] e si propone quale paradigma normativo emergente[26], promotore di un modello di amministrazione e supervisione dell'impresa azionaria incentrato sul perseguimento degli obiettivi dello sviluppo sostenibile - non ancorato alla massimizzazione dello *shareholder value* - attraverso l'adozione di adeguate misure operative e *standards* etici di comportamento[27].

Il carattere prioritario di interessi diversi dalla ottimizzazione del profitto o, comunque, dall'incremento delle partecipazioni[28] rinviene le sue radici in scelte etiche o reputazionali, non di rado indotte da esigenze di mercato[29], tese a ridurre il divario tra l'obiettivo caratterizzante la gestione - «[lo] scopo di dividerne gli utili» - e le strategie per mezzo delle quali il *corporate purpose* può concretizzarsi[30], così da favorire un «riorientamento» del fine ultimo dell'impresa[31].

---

[24] A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile*, cit., *passim*, sottolinea la complessità nel voler attribuire un significato univoco alla nozione di *sustainable corporate governance* e la necessità, dunque, di adottare un approccio ricostruttivo multilivello; E. RIMINI, *Sostenibilità e nuova* governance *delle imprese azionarie nel diritto interno e comunitario tra realtà, criticità e prospettive*, in *Giur. comm.*, 2024, I, p. 285, mette in evidenza l'ambiguità dell'espressione, la quale «postula la coesistenza tra due differenti "anime" all'interno dell'impresa azionaria».

[25] F. CUCCU, *La (in)sostenibilità del nuovo codice di corporate governance*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, p. 238.

[26] E. RIMINI, *Sostenibilità e nuova* governance, cit., p. 286.

[27] U. TOMBARI, Corporate purpose *e diritto societario*, cit., p. 12, afferma, al riguardo, che il diritto societario, pur tradizionalmente appartenente alla sfera privatistica, può certamente essere utilizzato per realizzare, «sebbene in via residuale», interessi di carattere pubblicistico; diversamente orientato, M. MAUGERI, *Sostenibilità ed* Engagement, cit., p. 1352.

[28] In tema G. PALMIERI, *La crisi del diritto societario e la riscoperta del valore della "nuda" impresa nell'economia post covid-19 (con uno sguardo all'art. 41 della Costituzione)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, I, p. 31, il quale pone l'accento sul carattere prioritario della sostenibilità; contrariamente, M.K. MISHRA, *The emerging role of corporate governance on environmental sustainability*, dattiloscritto, 7 dicembre 2023, p. 2, consultabile su *www.ssrn.com*, considera lo sviluppo sostenibile, al pari della *corporate governance*, un aspetto critico dell'impresa. Cfr., con riferimento alla grande impresa azionaria, J.R. MACEY, *The Central Role of Myth in Corporate Law,* ECGI *Law Working Paper* N° 519/2020, p. 5, reperibile su *www.ecgi.global*, ove si afferma che «*the goal of corporate law is to maximize shareholder wealth*».

[29] A. CETRA, P. CUOMO, *"Responsabilità sociale" e gestione dell'impresa azionaria nel nuovo Codice di Corporate Governance*, in C. COSTA, A. MIRONE, R. PENNISI, P.M. SANFILIPPO, R. VIGO (a cura di), *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, vol. II, *Impresa, Società, Crisi d'impresa*, t. I, Torino, Giappichelli, 2021, p. 167. Con riferimento al tema, C. BUSCO, *Governare, gestire e comunicare la Sostenibilità d'impresa e le metriche ESG*, in *RCG*, 2023, p. 26, discorre di «legittima aspettativa» dei mercati.

[30] Le modalità di realizzazione dello scopo lucrativo di cui all'art. 2247 c.c. sono molteplici. Sul punto, cfr. R. COSTI, *Sostenibilità e scopo della società*, in *Banca impr. soc.*, 2023, p. 503, secondo cui bisogna evitare di attribuire «a tale scopo un'accezione eccessivamente restrittiva». C.P. MAYER, *Prosperity: Better Business Makes the Greater Good*, Oxford, Oxford University Press, 2018, p. 109, non qualifica il profitto come fine ma come derivato dell'attività d'impresa, affermando che «the purpose of companies is to produce solutions to problems of people and planet and in the process to produce profits, but profits are not per se the purpose of companies». U. TOMBARI, Corporate purpose, cit., p. 13, accoglie una interpretazione non rigorosa del disposto di cui all'art. 2247 c.c. «in modo da attribuire parziale rilevanza anche a finalità diverse rispetto al perseguimento degli interessi lucrativi dei soci». Diversamente orientato F. DENOZZA, *Lo scopo della società tra* short-termism *e* stakeholder empowerment, in *Rivista ODC*, 2021, p. 51, sostiene che la realizzazione dei valori legati alla sostenibilità attraverso una nuova concezione dello scopo di lucro è soluzione rischiosa in assenza di un intervento coerente sulla struttura organizzativa. V. altresì ID., *Scopo della società e interessi degli* stakeholders: *dalla «considerazione» all'«*empowerment*»,* in M. CASTELLANETA, F. VESSIA (a cura di), *La responsabilità sociale d'impresa tra diritto societario e diritto internazionale,* Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2019, pp. 65 ss.

[31] L. CALVOSA, *La* governcance *delle società quotate*, cit., p. 313.

1.1. (*segue*) La definizione di un indirizzo di governo societario integrato da interessi-altri meritevoli di tutela. L'elasticità dell'interesse sociale.

Il disomogeneo novero delle motivazioni poste alla base della partecipazione all'iniziativa imprenditoriale si contrappone all'esigenza di rintracciare una referenza semantica unitaria cui dovrebbe tendere la *governance*[32]: l'interesse sociale è, invero, composizione di obiettivi plurimi, predeterminati[33] e potenzialmente conflittuali[34] coordinati in una sintesi in ultima analisi «*profit-oriented*»[35] finalizzata alla sopravvivenza e all'efficienza dell'impresa[36], aspetti che non conducono imprescindibilmente a un punto di equilibrio[37] risultando indimostrata una sostanziale convergenza di interessi compositi[38].

La valorizzazione di una visione elastica[39] di interesse sociale, economicamente valutabile[40] - contenuta entro limiti di ordine tipologico, normativo, negoziale, sociale[41] - assume particolare rilevanza pratica, e non meramente concettuale, nella prospettiva gestoria[42].

---

[32] C. ANGELICI, *Note minime sull' « interesse sociale »*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I, p. 258.

[33] M. LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello "istituzionalismo debole"*, in *Giur. comm.*, 2014, I, p. 694, con riferimento alla redditività dell'impresa, discorre di «obiettivo predeterminato» e non disponibile da parte dei soggetti agenti.

[34] U. TOMBARI, *L'organo amministrativo di S.p.A tra "interessi dei soci" ed "altri interessi"*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 20.

[35] P. MONTALENTI, *La nuova società quotata: quali prospettive?*, in P. MONTALENTI, M. NOTARI (a cura di), *La nuova società quotata: tutela degli* stakeholders*, sostenibilità e nuova* governance, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022, p. 15.

[36] Diversamente orientato sul punto F. DENOZZA, *Logica dello scambio e "contrattualità": la società per azioni di fronte alla crisi*, in *Giur. comm.*, 2015, I, p. 5, il quale ritiene che «la società per azioni (come qualsiasi altra impresa) non è, nella sua sostanza reale, né un organismo, né una istituzione (in senso organicista)».

[37] F. DENOZZA, A. STABILINI, *Informazione non finanziaria e* stakeholder empowerment, in P. MARCHETTI, F. GHEZZI, R. SACCHI (a cura di), *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Giudo Rossi*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, pp. 227-228, secondo qui tale impostazione si fonda sulla «concettualizzazione» degli azionisti quali «*residual claimants*» interessati alla massimizzazione del valore del patrimonio.

[38] V. CALANDRA BUONAURA, *Responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori*, in *Giur. comm.*, 2011, I, p. 535.

[39] Critica l'utilizzo dell'espressione come un mero «*tool of presentation*» C. ANGELICI, *Note minime*, cit. p. 255.

[40] D. PREITE, *L'Abuso della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1992, p. 106, mette in luce una diversità di interessi tra i soci, giuridicamente rilevante, anche in termini economici, «rispetto alla distribuzione o al reinvestimento degli utili»; P. MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 306, avvalora una concezione riconducibile, in ogni caso, all'interesse ultimo al profitto, *id est* alla valorizzazione della partecipazione e alla percezione del dividendo.

[41] P. MONTALENTI, *L'interesse sociale*, cit., p. 304, rimarca la improponibilità di una concezione dell'interesse sociale come mero interesse dei soci alla divisione degli utili.

[42] C. ANGELICI, *La società per azioni. I. Principi e problemi*, in A. CICU, F. MESSINEO, L. MENGONI (già diretto da), P. SCHLESINGER (continuato da), *Trattato di diritto civile e commerciale*, Milano, Giuffrè, 2012, pp. 105-106.

L'azione discrezionale dell'organo amministrativo[43] è, dunque, funzionalizzata al conseguimento di una pluralità di intenti[44], caratterizzati dalla compresenza di esigenze difformi[45], e al conseguente equo contemperamento[46] dell'egemonia dell'interesse allo sviluppo della partecipazione sotto il solo profilo reddituale[47], obiettivato nella persona giuridica-società[48], e dell'utilità sociale dell'attività svolta[49].

Il perseguimento di finalità sociali diversificate, invero, si declina nella concreta attuazione delle scelte di *governance* e degli indirizzi strategici in cui le singole operazioni si estrinsecano[50], attraverso la valutazione sistematica della «razionalità economica» delle operazioni stesse[51], espressione che riassume i criteri, giuridicamente vincolanti, della legittimità e della validità a cui gli amministratori devono attenersi[52]. Il potere/dovere del *management* di gestire il rischio socio-ambientale dell'attività

---

[43] Un certo grado di discrezionalità decisionale è giustificato dalla *business judgment rule*; per un approfondimento, tra i più recenti, si rinvia a F. BRIOLINI, *Riflessioni in materia di « specifiche competenze »,* Business Judgment Rule *ed estensione della responsabilità degli amministratori di società di capitali (parte prima)*, in *Riv. soc.*, 2024, pp. 31 ss. Cfr. altresì F. DENOZZA, *Sostenibilità e* corporate governance*: dagli investitori agli* stakeholder, in *Riv. soc.*, 2023, p. 309, il quale rileva che la discrezionalità degli amministratori dipende «non dalla definizione legale dei loro poteri e dello scopo della società, ma da un dato di fatto, e cioè dai condizionamenti che i soci e il mercato possono, nelle diverse situazioni, esercitare nei loro confronti». R. SACCHI, *La capacità propulsiva della s.p.a. quotata è andata esaurendosi?*, in *Rivista ODC*, 2021, pp. 595-596, evidenzia che la discrezionalità gestoria dell'organo amministrativo è tecnica e non politica, nel senso che «non implica il conferimento agli amministratori del potere di scegliersi gli obiettivi (intesi come scopo-fine) da perseguire e gli interessi da proteggere».

[44] Per un approfondimento sul dibattito incentrato sulla ricostruzione dogmatica del significato di interesse sociale, tra gli Autori che hanno maggiormente affrontato il tema, si rinvia a R. COSTI, *La responsabilità sociale dell'impresa e il diritto azionario italiano*, in AA.VV., *La responsabilità dell'impresa.* Convegno per i trent'anni di giurisprudenza commerciale. Bologna, 8-9 ottobre 2004, Milano, Giuffrè, 2006, p. 113, il quale ravvisa, pur sempre nel rispetto del requisito della economicità dell'impresa capitalista, una limitazione statutaria dello scopo di lucro, «consentendo o imponendo che il perseguimento dello stesso debba avvenire nel rispetto degli interessi delle parti interessate diverse dagli azionisti».

[45] C. ANGELICI, *Note minime*, cit., p. 263, pone l'accento sullo spazio di discrezionalità di cui gli amministratori godono nella definizione di punto di equilibrio in grado di assicurare la sopravvivenza e l'efficienza dell'impresa.

[46] Con specifico riferimento all'equo contemperamento di interessi contrapposti, si rinvia ad A. ASQUINI, *I battelli del Reno*, in *Riv. soc.*, 1959, p. 628.

[47] Sul punto, cfr. A. CETRA, P. CUOMO, *"Responsabilità sociale"*, cit., p. 173, secondo cui «per gli amministratori l'interesse sociale rappresenta un "a priori", senza alcuna possibilità di incidere, in qualche modo, sulla declinazione e sulla portata del medesimo».

[48] P. MONTALENTI, *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance. Studi in tema di società per azioni*, Padova, Cedam, 1999, pp. 29-30, chiarisce, al riguardo, che l'interesse sociale «si amalgama» con una pluralità di altri interessi condensati in un concetto più ampio di impresa.

[49] Tale soluzione sembra prevalere in Germania, dove l'organo amministrativo è chiamato a tutelare, attraverso una adeguata attività di mediazione, tutti gli interessi coinvolti nell'impresa. Cfr., sul punto, P. HOMMELHOFF, *Fortentwicklungen im Aktienrecht und ihre Akteure in Gesetzgebung, Rechtsprechung,* Unternehmenspraxis und Wissenschaft, in H. FLEISCHER, J. KOCH, B. KROPFF, M. LUTTER (a cura di), *50 Jahre Aktiengesetz,* Berlin/Boston, De Gruyter, 2016, p. 15; H. FLEISCHER, *sub* § 76, in G. SPINDLER, E. STILZ*, Kommentar zum Aktiengesetz*[3]*,* Bd. 1, München, C. H. Beck, 2015, p. 1028, Rdn. 37; M. HABERSACK, *Gutachten E zum 69. Deutschen Juristentag. Staatliche und halb-staatliche Eingriffe in die Unternehmensführung,* München, C. H. Beck, 2012, p. 16.

[50] In argomento P. MONTALENTI, *L'interesse sociale*, cit., p. 307; F. VELLA, *L'impresa e il lavoro: vecchi e nuovi paradigmi della partecipazione*, in *Giur. comm.*, 2013, I, p. 1136, riconduce all'interesse dei soci il fine che gli amministratori devono perseguire nella loro attività.

[51] P. MONTALENTI, *Lezione aperta*, cit., p. 1120.

[52] In tema M. LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale*, in *Riv. soc.*, 2009, pp. 1 ss.

d'impresa - «fa[cendo] ordine nella babele dei linguaggi, degli acronimi e delle tassonomie in materia di sostenibilità per far[ne] emergere i profili di rilevanza»[53] - non può certo prescindere dalla valutazione dell'impatto della sostenibilità sulla redditività dell'investimento societario[54]; sicché, l'opzione metodologica[55] orientata alla cura delle molteplici aspettative degli interlocutori sociali[56] non si pone necessariamente in antitesi con la realizzazione di un vantaggio economico[57], compensando uno squilibrio tra pretese di specificità e generalità[58], ma si colloca all'interno di uno schema volto a migliorare, se non immediatamente, almeno nel lungo periodo, la permanenza e il successo dell'impresa nel mercato[59].

Il riferimento a un arco temporale esteso richiama una pluralità di condotte non ascrivibili esclusivamente in capo a una gestione imprenditoriale più lungimirante, ma riconducibili altresì ad atteggiamenti dei soci-investitori commisurati all'orizzonte temporale alla base dell'investimento. La formula *long-termism* non si traduce, dunque, in un paradigma precettivo sufficientemente puntuale, tale da indirizzare esattamente l'azione degli organi sociali[60]; parimenti, l'espressione *short-termism* evoca una varietà di atteggiamenti che, da un lato, si esauriscono in un lasso di tempo contenuto e, dall'altro, con accezione negativa, precludono il raggiungimento di risultati migliori sul più lungo periodo[61].

Ciononostante, le scelte gestionali che premiano una prospettiva *long term* non appaiono di per sé virtuose e/o prive di conseguenze, ma, al contrario, implicano, al

---

[53] G. OLIVIERI, F. VELLA, G.D. MOSCO, *Editoriale. Il lucro sostenibile. Obiettivi e ruolo delle imprese tra comunicazione e realtà*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, p. 3.

[54] M. MAUGERI, *Sostenibilità ed* Engagement, cit., p. 1354.

[55] P. MONTALENTI, *L'interesse sociale*, cit., p. 308.

[56] P.G. JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, *passim*; C. ANGELICI, *Interesse sociale e* business judgment rule, in *Riv. dir. comm.*, 2012, p. 574, sottolinea che gli amministratori operano «per un interesse altrui».

[57] U. TOMBARI, Corporate Social Responsibility (CSR), Environmental Social Governance (ESG) *e "scopo della società"*, in P. MONTALENTI, M. NOTARI (a cura di), *La nuova società quotata: tutela degli* stakeholders, *sostenibilità e nuova* governance, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022, p. 38.

[58] M. VENTORUZZO, *Osservazioni*, cit., p. 143.

[59] M. LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali*, cit., p. 26; più di recente O. HART, L. ZINGALES, *The New Corporate Governance*, in *Business Law Review*, 2022, p. 200. Diversamente orientato F.M. MUCCIARELLI, *Interesse sociale e sostenibilità: un falso problema,* XIV Convegno annuale "Orizzonti del diritto commerciale" dal titolo "Imprese, mercati e sostenibilità: nuove sfide per il diritto commerciale", Roma, 26-27 maggio 2023, p. 12, disponibile su *www.orizzontideldirittocommerciale.it*, il quale discorre di una «riformulazione» dei doveri degli amministratori nei confronti degli azionisti considerando un orizzonte temporale di medio-lungo periodo, in quanto «il dovere di promuovere la redditività degli azionisti nel lungo periodo non indica necessariamente che gli amministratori debbano anche perseguire gli interessi dei creditori e dei lavoratori, o che debbano promuovere attivamente la tutela dell'ambiente».

[60] L. CALVOSA, *La sfida della sostenibilità*, cit., p. 9.

[61] Cfr. M. STELLA RICHTER JR., Long-Termism, in *Riv. soc.*, 2021, pp. 34 ss., spec. p. 40. F. MURINO, *Impegno, monitoraggio e consulenza di voto nella s.p.a. quotata "sostenibile"*, Pisa, Pacini, 2023, p. 6, segnala l'insussistenza di un nesso tra «incentivo all'attivismo» e «incentivo a una prospettiva di *long-termism*». F. DENOZZA, *Lo scopo della società*, cit., p. 33, evidenzia come «anche gli interessi di *stakeholders* diversi dai soci ben possono ispirare visioni di breve periodo», non escludendo, al contempo, che «alcuni di questi interessi, tipicamente quelli relativi alla tutela dell'ambiente, ma anche altri, sono, per loro natura, tali da costringere all'adozione di una prospettiva di lungo termine».

pari delle scelte di breve termine, un'accurata ponderazione del rapporto tra i costi che devono essere sopportati e i benefici che ne possono derivare[62].

Al *board* è affidata la definizione di un indirizzo di governo societario integrato da interessi-altri meritevoli di tutela[63], finalisticamente esposto al bilanciamento degli effetti (anche) negativi che scaturiscono dall'esercizio dell'attività imprenditoriale in forma collettiva[64].

2. La genesi di un *framework* normativo sulla sostenibilità.

Gli *input* normativi di matrice comunitaria recepiti dal legislatore ordinario, gli interventi di natura costituzionale e, non di meno, gli *standards* ascrivibili a strumenti di autodisciplina costituiscono le fonti di un quadro regolamentare composito che conduce la grande impresa al progressivo abbandono di una impostazione non vincolante (*sof law*) nei confronti di profili, quali ambiente e fattore sociale, tendenzialmente «estranei» alle strategie d'impresa[65], in cambio di una prospettiva regolamentata di sviluppo sostenibile (*hard law*)[66]. L'indagine di tali peculiari aspetti richiede, preliminarmente, di inquadrare l'area tematica nel contesto regolamentare di riferimento, divenuto progressivamente sempre più complesso; la trattazione non può prescindere, dunque, da una preventiva ricostruzione del percorso evolutivo in divenire che connota la *governance* societaria.

---

[62] M. STELLA RICHTER JR., Long-Termism, cit., p. 41, mette in evidenza come i problemi di agenzia ed esternalità negative non possano risolversi «invocando la cura dell'interesse sociale sul lungo periodo», non escludendosi, in tal senso, una sovrastima dei benefici di lungo periodo e una sottostima dei costi. Analogamente, F. DENOZZA, *Lo scopo della società*, cit., p. 38. E. RIMINI, *Sostenibilità e nuova* governance, cit., p. 287, mette in luce i costi particolarmente elevati cui è soggetta l'impresa nella transizione verso la sostenibilità, sottolineando ancóra che «alcune scelte che dovrebbero, (almeno in linea teorica) essere sostenibili, si rivelano, di fatto, insostenibili nel breve periodo».

[63] P. MONTALENTI, *L'interesse sociale*, cit., *passim*. Diversamente orientato E. LA MARCA, *Rischio e libertà nell'impresa azionaria, tra standardizzazione dei processi decisionali, prevenzione della crisi e annunciato superamento dello scopo di lucro*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 545, secondo cui «si chiede agli amministratori di esprimere un interesse alieno ai soci, mentre rimangono immutate le regole di imputazione del rischio in capo agli stessi». Solleva perplessità anche F.M. MUCCIARELLI, *Interesse sociale*, cit., p. 23, il quale sostiene che «il ruolo di mediazione tra interessi è un esercizio politico di progettazione del futuro della società nel suo insieme, non un compito manageriale di gestione di un'impresa che possa essere affidato agli amministratori».

[64] E. RIMINI, *Sostenibilità e nuova* governance, cit., p. 290, nt. 27, il quale richiama, sul tema, S.A. CERRATO, *Appunti per una «via italiana» all'ESG. L'impresa «costituzionalmente solidale» (anche alla luce dei «nuovi» artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, p. 92. Cfr., altresì, U. TOMBARI, *"Corporate purpose"*, cit., p. 13; F. CUCCU, *La (in)sostenibilità,* cit., p. 238, evidenzia, sul punto, che il dinamismo che connota la sostenibilità impone un articolato complesso di competenze e approcci e, dunque, «una molteplicità di capacità, esperienze e profili culturali».

[65] U. TOMBARI, Corporate Social Responsibility (CSR), cit., p. 38.

[66] L. CALVOSA, *La* governance *delle società quotate*, cit., p. 312; P. MONTALENTI, *Impresa, sostenibilità e fattori ESG,* cit., p. 1190; E. RIMINI, *Sostenibilità e nuova* governance, cit., p. 285; P. MARCHETTI, *Il bicchiere mezzo pieno*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 344.

Degno di nota, nell'alveo delle elaborazioni sovranazionali in tema di sostenibilità[67], è il *Report* redatto, nel 2011, dal *Reflection Group on the Future of EU Company Law*[68], istituito dalla Commissione europea nel dicembre 2010, che affronta i problemi e le tendenze del diritto societario dell'Unione europea. Successivamente al lancio dei *Green Papers* del 2010[69] e del 2011[70] sulla *corporate governance*, la Commissione pubblica, il 12 dicembre 2012, il «Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario - una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili»[71], al fine di migliorare il quadro giuridico di riferimento e, così, «creare uno spazio di libertà, sicurezza e giustizia per i cittadini europei» attraverso tre principali linee di intervento: *(i)* rafforzare la trasparenza; *(ii)* coinvolgere gli azionisti; *(iii)* sostenere la crescita delle imprese e la loro competitività[72].

[67] Non è concesso, in questa sede, soffermarsi analiticamente sulle singole comunicazioni della Commissione ovvero sugli «eventi» dell'Unione europea in materia di sostenibilità. Per una più approfondita ricostruzione evolutiva *in subiecta materia*, tra i tanti, v. R. IBBA, *L'introduzione di obblighi concernenti i fattori ESG a livello UE: dalla direttiva 2014/95 alla proposta di direttiva sulla* Corporate Sustainability Due Diligence, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, I, pp. 433-434, nt. 1; E. RIMINI, *Sostenibilità e nuova* governance, cit., pp. 291 ss.; M. COSSU, *Sostenibilità e mercati: la sostenibilità ambientale dell'impresa dai mercati reali ai mercati finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, I, pp. 559 ss.

[68] La relazione è reperibile all'indirizzo *www.ssrn.com*. In tema F. DENOZZA, *La Direttiva* Shareholders' Right II *e il ruolo degli investitori istituzionali*, in P. MONTALENTI, M. NOTARI (a cura di), *La nuova società quotata: tutela degli* stakeholders*, sostenibilità e nuova* governance, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022, pp. 100-101, nt. 5, il quale analizza l'evoluzione della posizione dell'Unione europea in merito alle problematiche concernenti il funzionamento dei mercati finanziari, focalizzando l'attenzione sulla «insufficienza dell'attività di controllo e di indirizzo svolta dai soci».

[69] *Green Paper: Corporate governance in financial institutions and remuneration policies*, rintracciabile all'indirizzo *www..europa.eu*.

[70] *Green Paper: The EU corporate governance framework*, consultabile su *www..europa.eu*. Per un primo commento si rinvia a C. VAN DER ELST, E.P.M. VERMEULEN, *Europe's Corporate Governance Green Paper: Do Institutional Investors Matter?*, 2011, reperibile su *www.ssrn.com*.

[71] Il «Piano d'azione», consultabile all'indirizzo *www.eur-lex.europa.eu*, è stato elaborato al termine delle consultazioni già svolte in relazione al Libro Verde della Commissione europea «Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario» del 5 aprile 2011 e dalla precedente Comunicazione della Commissione «Europa 2020: una strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva», del 3 marzo 2010. La proposta finale (2014) della Commissione è stata, più volte, oggetto di modifica da parte sia del Consiglio dell'Unione sia del Parlamento europeo. Sul punto cfr. L. ENRIQUES, *Quanto è armonizzato il diritto societario europeo?*, in G. CARCANO, C. MOSCA, M. VENTORUZZO (a cura di), *Regole del mercato e mercato delle regole*, Atti del Convegno Internazionale di Studi, Venezia 13-14 novembre 2015, Milano, Giuffrè, 2016, pp. 149 ss. Il Piano d'azione rappresenta la premessa per la formulazione, nel 2014, della proposta sfociata nella SHRD II (su cui *infra*, in questa sezione, § 4).

[72] La Commissione ha beneficiato del supporto del Forum europeo sul governo societario (2004/706/CE) per esaminare le *best practices* negli Stati membri, per «favorire la convergenza dei codici nazionali di governo societario e, se richiesto o di sua iniziativa, prestare consulenza strategica alla Commissione su questioni di politica di governo societario» (art. 2). Il testo integrale è reperibile su *www.eur-lex.europa.eu*.

La *Non-financial Reporting Directive* (NFRD)[73] rappresenta, invece, l'iniziativa introdotta dall'Unione[74] per assicurare una sempre maggiore trasparenza della gestione, oltre che attuare la transizione verso una economia globale sostenibile e virtuosa[75], «coniugando redditività a lungo termine, giustizia sociale e protezione dell'ambiente»[76].

La Direttiva[77] introduce regole di condotta fissate da *rules*, non esclusivamente da *standards*[78]: prevede, invero, un obbligo di *disclosure*, che rimane imprescindibile in capo a «talune imprese» e «taluni gruppi di grandi dimensioni»[79], concernente, da un lato, la *diversity policy* (più precisamente, si tratta dell'obbligo di comunicare la politica in materia di diversità riguardo alla composizione degli organi di amministrazione, gestione e sorveglianza in riferimento ad aspetti quali, ad esempio, l'età, il sesso o il percorso formativo e professionale)[80] e, dall'altro, la *non-financial disclosure* (segnatamente, consiste nell'obbligo di dichiarazione di carattere non finanziario contenente almeno le informazioni sociali e ambientali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani e alla lotta contro la corruzione attiva e passiva)[81].

Diversamente, per i soli profili relativi all'adozione di una politica sulla sostenibilità si applica un meccanismo di *comply or explain*, che si fonda sulla possibilità di assumere comportamenti sostenibili non per costrizione, ma sfruttando i processi competitivi del mercato[82]; sicché, gli enti che disapplicano una o più delle disposizioni in materia

---

[73] Direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 22 ottobre 2014, recante modifica della Direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni; il testo è reperibile all'indirizzo *www.eur-lex.europa.eu*. Di recente, la Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 ha modificato la Direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la rendicontazione societaria di sostenibilità, il cui testo è reperibile su *www.eur-lex.europa.eu* (v. *infra,* in questa sezione, § 7).

[74] Il presupposto alla base del provvedimento si rinviene nell'accessibilità per il mercato alle informazioni concernenti l'impatto sociale e ambientale dell'impresa. Cfr. Considerando n. 12 della Direttiva 2014/95/UE.

[75] R. LENER, P. LUCANTONI, *Sostenibilità* esg *e attività bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, I, p. 10.

[76] Considerando n. 3 della Direttiva 2014/95/UE.

[77] L'Italia ha dato attuazione alla NFRD con il d. lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, su cui *infra,* in questo capitolo, sez II, § 1.

[78] E. RIMINI, *I valori della solidarietà sociale nelle dichiarazioni non finanziarie*, in *Analisi giur. econ.*, 2018, p. 193.

[79] Lo spazio di attuazione della disciplina *de qua* appare piuttosto limitato tenuto conto della definizione di «categorie di imprese e di gruppi» contenuta all'art. 3 della Direttiva 2013/34/UE. La circostanza per cui solo un numero contenuto di imprese è assoggettato all'obbligo di *disclosure* può determinare uno svantaggio competitivo anche in termini di costi. Cfr. R. IBBA, *L'introduzione di obblighi concernenti i fattori ESG*, cit., p. 445.

[80] Considerando n. 19 della Direttiva 2014/95/UE.

[81] La dichiarazione dovrebbe comprendere la descrizione delle politiche applicate in materia, dei risultati conseguiti e dei rischi connessi e dovrebbe essere inclusa nella relazione sulla gestione dell'impresa interessata. Cfr. il Considerando n. 6 della Direttiva 2014/95/UE.

[82] Sul punto v. G. TROVATORE, *Sull'*enforcement *degli obblighi di sostenibilità nel mercato finanziario*, in *Giur. comm.*, 2024, I, p. 617, il quale equipara tale principio a una sorta di «*beauty contest*» retto dal presupposto che il mercato premi indefettibilmente gli operatori più virtuosi anche se non i più redditizi sul piano patrimoniale.

di divulgazione sono tenuti a fornire una spiegazione chiara e articolata delle ragioni di tale scelta[83].

3. La previsione di un maggiore coinvolgimento nella *governance* con la SHRD II.

Sul presupposto delle carenze riscontrate in séguito all'approvazione della Direttiva 2007/36/CE (*Shareholders' Rights Directive* – SHRD)[84], circa l'inadeguatezza dei rendimenti a breve termine, la scarsa efficienza della catena di intermediazione che si occupa della detenzione dei titoli per conto altrui, la frequente difficoltà di identificazione degli azionisti (condizione preliminare la comunicazione diretta con gli emittenti), la Commissione elabora una proposta di revisione[85] per incoraggiare l'impegno a lungo termine degli azionisti e aumentare la trasparenza tra società e investitori, sfociata nell'approvazione della Direttiva (UE) 2017/828 (SHRD II)[86].

Il *focus* regolamentare è da individuarsi nella proclamazione della imprescindibilità di un approccio alla sostenibilità a medio e lungo termine, eletto a fattore chiave di una gestione responsabile[87]. L'obiettivo principale perseguito dal legislatore europeo resta quello di favorire una valutazione programmatica della *governance* attraverso un maggiore e diretto coinvolgimento nel processo di formazione delle decisioni[88], un impegno efficace basato su un principio di *checks and balances* tra i diversi organi e i diversi portatori di interesse[89].

---

[83] In tema T. DI MARCELLO, *Strategia europea sulla finanza sostenibile, informazione societaria e possibili riflessi sulla gestione della società*, in *Giur. comm.*, 2023, I, p. 610.

[84] Direttiva 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 luglio 2007, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate, attutata nell'ordinamento interno con il d. lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, poi modificato dal d. lgs. 18 giugno 2012, n. 91. Il testo è reperibile su *www.eur-lex.europa.eu*.

[85] La proposta è stata formulata il 9 aprile 2014, con emendamenti avanzati il 12 maggio 2015, ed è reperibile all'indirizzo *www.eur-lex.europa.eu*. In argomento, *ex multis*, v. A.M. PACES, *Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive*, 5 luglio 2017, in *European Corporate Governance Institute (ECGI)* – Law Working Paper No. 353/2017, consultabile su *ssrn* all'indirizzo *www.ssrn.com*. In tema P. MONTALENTI, *Investitori istituzionali e amministratori nelle società quotate: problemi e proposte*, in *Rivista ODC*, 2016, p. 3; ID., *Interesse sociale*, cit., p. 311.

[86] Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 maggio 2017 che modifica la Direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti; il testo è disponibile all'indirizzo *www.eur-lex.europa.eu*. La Direttiva è stata recepita in Italia con il d. lgs. 10 maggio 2019, n. 49, disponibile su *www.gazzettaufficiale.it* (v. *infra*, in questo capitolo, sez. II, § 2).

[87] Considerando n. 19 della Direttiva (UE) 2017/828.

[88] P. MONTALENTI, *L'interesse sociale*, cit., pp. 312-313, mette in luce l'orientamento del diritto europeo non solo a favore di una prospettiva *long term*, ma altresì nel senso di una legittimazione di strategie *profit oriented* che considerino gli interessi degli *stakeholders*. Manifesta il suo dissenso relativamente alle indicazioni di diritto positivo «a favore di quel lungo termine» e alla portata precettiva delle disposizioni «che di esso espressamente discorrono» nell'ordinamento italiano C. ANGELICI, *Divagazioni sulla "responsabilità sociale" d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 12.

[89] La politica di impegno è illustrata nel Considerando n. 14 della Direttiva (UE) 2017/828, ove si legge che: «Un impegno efficace e sostenibile degli azionisti costituisce uno dei pilastri del modello di governo societario delle società quotate, basato su un sistema di pesi e contrappesi tra i diversi organi e i diversi portatori di interesse. Il maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo societario delle società rappresenta una delle leve che possono contribuire a migliorare i risultati finanziari e non

La Direttiva si pone in linea di continuità con l'*Action Plan* della Commissione Europea[90] in ordine alla opportunità di imporre obblighi a una platea definita di destinatari[91], investitori istituzionali[92] e gestori di attivi[93], architrave della disciplina introdotta con la SHRD II[94].

La strategia unionale rivendica un aumento del livello e della qualità dell'impegno partecipativo degli intermediari professionali[95], non solo in termini di estremizzazione dell'investimento ma anche in relazione all'attività di controllo sugli emittenti partecipati, mediante l'adozione di strumenti istituzionalizzati funzionali all'instaurazione di forme di dialogo tra azionisti qualificati e *management*[96]; incentiva un processo volto alla creazione di un mercato in cui gli investitori siano in grado di ponderare, oltre che le prestazioni strettamente finanziarie, la selezione degli

finanziari delle società, anche per quanto riguarda i fattori ambientali, sociali e di governo, in particolare ai sensi dei principi di investimento responsabile sostenuti dalle Nazioni Unite. In aggiunta, il maggiore coinvolgimento di tutti i portatori di interesse, in particolare dei dipendenti, nel governo societario è un fattore importante per garantire che le società quotate adottino un approccio più a lungo termine, che deve essere incoraggiato e preso in considerazione».

[90] *Action Plan* della Commissione Europea, *European company law and corporate governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies,* Strasburgo, 12.12.2012 COM(2012) 740 final, disponibile all'indirizzo *www.eur-lex.europa.eu*.

[91] F. DENOZZA, *La Direttiva* Shareholders' Right II, cit., p. 103.

[92] L'art. 1, par. 2, lett. e), della Direttiva (UE) 2017/828 ricomprende nella definizione di «investitore istituzionale» sia «un'impresa che svolge attività di assicurazione nel ramo vita ai sensi dell'articolo 2, paragrafo 3, lettere a), b) e c), della Direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e di riassicurazione quale definita all'articolo 13, punto 7, di tale Direttiva, purché tali attività coprano gli obblighi di assicurazione nel ramo vita, e che non sia esclusa ai sensi di tale direttiva», sia «un ente pensionistico aziendale o professionale che rientra nell'àmbito di applicazione della Direttiva (UE) 2016/2341 del Parlamento europeo e del Consiglio, in conformità dell'articolo 2, a meno che uno Stato membro abbia deciso di non applicare tale direttiva in tutto o in parte a detto ente pensionistico a norma dell'articolo 5 della medesima direttiva».

[93] L'art. 1, par. 2, lett. f), della Direttiva (UE) 2017/828 definisce «gestore di attivi» «un'impresa di investimento quale definita all'articolo 4, paragrafo 1, punto 1, della direttiva 2014/65/UE che presta servizi di gestione del portafoglio agli investitori, un GEFIA (gestore di fondi di investimento alternativi) quale definito all'articolo 4, paragrafo 1, lettera b), della direttiva 2011/61/UE che non soddisfa le condizioni per una deroga ai sensi dell'articolo 3 della stessa direttiva» ovvero «una società di gestione quale definita all'articolo 2, paragrafo 1, lettera b), della direttiva 2009/65/CE».

[94] La Direttiva impone a investitori istituzionali e gestori di attivi di comunicare al pubblico «una politica di impegno che descriva le modalità con cui integrano l'impegno degli azionisti nella loro strategia di investimento» e «monitorano le società partecipate su questioni rilevanti, compresi la strategia, i risultati finanziari e non finanziari nonché i rischi, la struttura del capitale, l'impatto sociale e ambientale e il governo societario» (art. 3-*octies*, par. 1, lett. a) della Direttiva 2007/36/CE, modificato dall'art. 1 della Direttiva (UE) 2017/828). Nella stessa prospettiva, gli investitori istituzionali e i gestori di attivi devono comunicare al pubblico «le modalità di attuazione di tale politica di impegno, includendo una descrizione generale del comportamento di voto, una spiegazione dei voti più significativi e del ricorso ai servizi dei consulenti in materia di voto» e «come hanno votato nelle assemblee generali delle società di cui sono azionisti» (art. 3-*octies*, par. 1, lett. b) della Direttiva 2007/36/CE, modificato dall'art. 1 della Direttiva (UE) 2017/828).

[95] E. GLIOZZI, *Lo* short-termismo *e la direttiva n. 828 Ue del 2017*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2020, p. 851, individua nel verosimile aumento dei costi per gli investitori il presupposto alla base della sottrazione, «di fronte all'alternativa *comply or explain*», dalle responsabilità e dagli obblighi imposti dalla Direttiva.

[96] P. MONTALENTI, *L'interesse sociale*, cit., p. 314. G. BALP, G. STRAMPELLI, *Institutional Investor ESG Engagement: the European Experience*, in *European Business Organization Law Review*, 2022, p. 875, secondo cui la SHRD II rappresenta la «pietra miliare», in generale, della regolamentazione in materia di impegno e, in particolare, del dialogo tra *shareholders* e *board*. A. BUSANI, *Regole di* corporate governance, cit., p. 575.

intermediari cui affidare la gestione del capitale[97]. In altri termini, il rinvio non è più alla figura tipizzata dell'investitore «ragionevole» che agisce alla luce delle informazioni possedute per orientare le proprie decisioni di investimento[98], ma all'investitore «responsabile», il quale, tra le alternative percorribili, combina preferenze di natura monetaria e non monetaria[99].

In questa prospettiva, la condizione preliminare per la realizzazione di un investimento sostenibile esige un mutamento dello schema regolamentare che giustifica le scelte del gestore. Nelle disposizioni in materia di *engagement policy* è possibile rintracciare una chiara ispirazione al modello dei princìpi dell'autoregolamentazione responsabile della gestione collettiva[100]: la trasparenza informativa e l'insieme delle previsioni volte a stimolare il perseguimento di obiettivi di sostenibilità diventano uno strumento indispensabile, un impegno etico rivolto all'esterno[101], per rendere efficiente la gestione dell'impresa e costantemente verificabile il relativo processo di creazione (e distribuzione) di valore; l'accento è posto non unicamente sull'andamento economico-finanziario dell'ente, ma sul complessivo impatto che l'attività esercitata può provocare nei confronti dei terzi[102].

3.1. (*segue*) L'*engagement* degli interlocutori sociali.

La richiamata Direttiva (UE) 2017/828 (SHRD II) ravvisa nel mancato impegno degli «investitori istituzionali» e dei «gestori di attivi» una delle principali cause della (dedotta) tendenza al perseguimento di obiettivi di breve termine[103] e individua, specularmente, nell'istituto della «identificazione» - sovente le società non sono in grado di identificare i loro azionisti - la condizione preliminare o, più precisamente, lo strumento di comunicazione «essenziale per facilitare l'esercizio dei diritti degli azionisti e l'impegno degli stessi»[104]. Nell'articolazione del momento decisionale che qualifica l'attività d'impresa[105], l'*engagement* non deve tradursi esclusivamente in termini di massimizzazione della resa dell'investimento, ma in un maggiore e diretto *monitoring* dell'ufficio gestorio[106], in grado di influenzare le decisioni strategiche e imprenditoriali

---

97 F. DENOZZA, *La Direttiva* Shareholders' Right II, cit., p. 105.

98 Sul punto, cfr. l'art. 7 del Regolamento (UE) 596/2014 (*Market Abuse Regulation* – MAR), su cui *infra*, in questo capitolo, sez. II, § 4.

99 M. MAUGERI, *Sostenibilità ed* Engagement, cit., p. 1358, il quale richiama, al riguardo, J. KÖNDGEN, *Sustainable finance: Wirtschaftsethik - Ökonomik - Regulierung*, in AA.VV., *Festschrift für K. Schmidt*, I, München, C. H. Beck, 2019, p. 685.

100 In tema v. A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori nella governance delle società*, in M. CERA, G. PRESTI (diretto da), *Il testo unico finanziario*, Bologna, Zanichelli, 2020, p. 1782.

101 G. STRAMPELLI, *Sostenibilità e* corporate governance *nel nuovo contesto geopolitico*, in *Riv. soc.*, 2023, p. 828.

102 A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori istituzionali alla luce della direttiva 2017/828*, in *Analisi giur. econ.*, 2019, p. 517.

103 Cfr. il Considerando n. 15 della Direttiva (UE) 2017/828.

104 Cfr. il Considerando n. 4 della Direttiva (UE) 2017/828.

105 P. MARCHETTI, *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 39.

106 F. DENOZZA, A. STABILINI, *Informazione non finanziaria*, cit., p. 234. Siffatta impostazione non convince G. FERRARINI, *Corporate Purpose and Sustainability*, ECGI Law Working Paper N° 559/2020,

concernenti la conduzione societaria[107], innestandosi nell'esercizio del potere amministrativo come strumento di indirizzo[108], oltre che di correzione della direzione degli affari[109].

La *ratio* sottesa alla armonizzazione di interessi differenziati assume un ruolo primario nella guida della gestione societaria verso l'obiettivo della creazione di valore in una prospettiva di lungo periodo[110], non solo a favore di quanti nell'impresa hanno investito capitali, ma anche nei confronti dei vari interlocutori sociali[111].

L'impegno si colloca al centro della trasformazione dell'apparato precettivo *in subiecta materia*[112], sollecitando un cambio di tendenza del programma imprenditoriale della società partecipata, qualora i criteri di pianificazione non siano sorretti da risultati (ritenuti) soddisfacenti[113]. La realtà imprenditoriale registra, invero, sempre con maggior frequenza, il ricorso a sistemi di incentivazione di un allineamento degli

---

dicembre 2020, p. 42, consultabile all'indirizzo *www.ecgi.global*, il quale sostiene l'importanza di una regolamentazione a cui non può certo sostituirsi il controllo sulla gestione di *shareholders* e/o *stakeholders*.

[107] Segnala un eccesso di potere attribuito ai soci già S.M. BAINBRIDGE, *Shareholder Activism and Institutional Investors*, in *UCLA School of Law*, *Law-Econ Research Paper No. 05-20*, 2005, p. 8, reperibile su *ssrn* all'indirizzo *www.ssrn.com*, secondo cui «giving investors this power of review differs little from giving them the power to make management decisions in the first place».

[108] M. MAUGERI, *Prefazione*, in ID. (a cura di), *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, Milano, Giuffrè, 2015, VII, definisce attivismo degli azionisti «l'insieme delle iniziative che i soci intraprendono al fine di provocare un mutamento nelle strategie d'impresa coltivate dagli amministratori o di sollecitare un cambiamento delle regole di composizione e di funzionamento degli organi sociali».

[109] In tema P. FERRO-LUZZI, *L'esercizio dell'impresa tra amministrazione e controllo*, in *Analisi giur. econ.*, 2007, *passim*. Diversamente orientato C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., p. 349, secondo cui le «ineliminabili competenze» della funzione amministrativa sono assegnate esattamente a uno specifico ufficio. Ad analoghe conclusioni giunge M. STELLA RICHTER JR., *In principio sono sempre le funzioni*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 22. Sulla coerenza sistematica dell'*engagement* con il principio dell'esclusività della competenza gestoria degli amministratori dettato dal § 76, Abs. 1, AktG si è interrogata, di recente, la dottrina tedesca, sul presupposto che dalla interferenza degli investitori nella organizzazione dell'impresa discenderebbe un mutamento della ripartizione dei poteri all'interno dell'*Aktiengesellschaft*; siffatta eccezione è stata superata avvalorando l'autonomia attribuita al *Vorstand* nell'assunzione delle decisioni nonostante il dialogo con gli interlocutori sociali. Per un approfondimento, cfr., fra i molti, W.-G. RINGE, *Stewardship and Shareholder Engagement in Germany*, in *European Business Organization Law Review*, 2021, pp. 98-99. Sul § 76, Abs. 1, AktG, si rinvia, fra i tanti, a H.U. WILSING, *Die Rolle der institutionellen Investoren, der Proxy Advisors und die der Aktionäre*, in *ZGR*, 2012, p. 299. Nell'ottica della comparazione giuridica, sui rapporti tra l'ordinamento italiano e l'ordinamento tedesco v. G.B. PORTALE, *Diritto societario tedesco e diritto societario italiano in dialogo*, in *Banca borsa tit. cred.,* 2018, I, p. 597.

[110] L. BENEDETTI, *L'*engagement *soci/amministratori e la* governance *della s.p.a.: considerazioni sistematiche*, in *Riv. soc.*, 2022, p. 1087.

[111] G. IANNIRUBERTO, *Iniziativa economica e tutela del lavoro*, in *Riv. it. dir. lav.*, 2020, p. 526.

[112] Numerosi sono i passaggi normativi della Direttiva (UE) 2017/828 dai quali si desume agevolmente che l'*engagement* tende ad accrescere l'influenza dei soci sulle decisioni strategiche della società partecipata. Sul punto v., anche per un confronto con l'ordinamento tedesco, S.P. LINK, *Shareholder und Investor Activism. Rechtsfragen der aktuellen Praxis*, in *ZGR*, 2021, pp. 910 ss.

[113] Riecheggia, in tal senso, la distinzione fra il ruolo degli amministratori, gestori di un «interesse altrui», e quello dei soci, titolari dell'interesse gestito. Si rinvia, sul punto, fra i tanti, a C. ANGELICI, *Note minime*, cit., *passim*; U. TOMBARI, *L'organo amministrativo di S.p.A*, cit., p. 21. F. DENOZZA, *L'interesse sociale fra «coordinamento» e «cooperazione»*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Atti del convegno, Milano, 9 ottobre 2009, Milano, Giuffrè, 2010, pp. 9-10, mette in risalto l'esistenza, nella disciplina delle società, «di situazioni in cui l'agente viene vincolato al rispetto di interessi di altri soggetti, che egli è tenuto a trattare come comuni e quindi in un certo senso come anche propri».

interessi degli amministratori, ai quali è attribuita la responsabilità delle scelte gestorie, alle attese dei soci che, nell'apportare le risorse finanziarie a titolo di capitale, sopportano il rischio d'impresa[114]. Il disegno organizzativo sembra, invero, illustrare una visione prevalentemente dialettica, in cui determinante è la corrispondenza tra l'aspettativa degli interlocutori sociali di eludere comportamenti interessati ovvero di scongiurare l'assunzione di rischi estremi e le iniziative degli amministratori[115], valorizzando l'interazione non soltanto con gli investitori istituzionali[116] ma anche con gli *stakeholders*[117] altri rispetto ai soci[118], cui dovrebbe essere concessa la facoltà di partecipare *lato sensu* al processo di valutazione degli interessi in gioco, conquistando la posizione di «attori» capaci di incidere sulle *policies* degli emittenti[119].

---

[114] Sulle potenzialità derivanti dall'allineamento degli interessi degli amministratori e quelli dei soci e le modalità di realizzazione dello stesso, seppur in un'indagine svolta ad altri fini, cfr. G. MARINO, *Emissione di strumenti finanziari partecipativi e parità di trattamento: il caso delle s.r.l. pmi (non) innovative*, in *Dir. merc. ass. fin.*, 2025, pp. 91 ss., spec. p. 92.

[115] F. DENOZZA, A. STABILINI, *Informazione non finanziaria*, cit., p. 235.

[116] Sul punto cfr. 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. 934, ove si evidenzia che «le forme più efficaci di attivismo sono quelle poste in essere da investitori diversi da quelli istituzionali, e ciò proprio in ragione delle caratteristiche che costituiscono la loro diversità».

[117] L'art. 2, par. 1, n. 2, della Direttiva (UE) 2019/1023 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 giugno 2019, riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, l'esdebitazione e le interdizioni, e le misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione, e che modifica la Direttiva (UE) 2017/1132 (Direttiva sulla ristrutturazione e sull'insolvenza), reperibile all'indirizzo *www.eur-lex.europa.eu*, inserisce nella nozione di «parti interessate» (*stakeholders*) «i creditori, compresi, se applicabile ai sensi del diritto nazionale, i lavoratori, o le classi di creditori, e, se applicabile ai sensi del diritto nazionale, i detentori di strumenti di capitale, sui cui rispettivi crediti o interessi incide direttamente il piano di ristrutturazione». Evidenzia la genericità della nozione D. STANZIONE, *Liquidazione dell'attivo e interessi degli* stakeholders, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2023, p. 247, il quale considera *stakeholders* «rilevanti» i soggetti «*affected*» e, dunque, interessati dall'operatività dell'impresa, richiamando, sul punto, L. CALVOSA, *La* governance *delle società quotate*, cit., p. 315, che rileva, tuttavia, come la definizione «invalsa» di *stakeholders*, quali «soggetti *affected by corporate decisions*», appaia inadeguata alla designazione della categoria di coloro «i cui interessi vanno bilanciati nell'esercizio dell'attività imprenditoriale».

[118] F. DENOZZA, A. STABILINI, *Informazione non finanziaria*, cit., p. 238; F. DENOZZA, *La Direttiva* Shareholders' Right II, cit., p. 112, solleva alcune perplessità in merito a una «visione illuminata» dell'interesse dei soci segnata dalla rinunzia «a guadagni immediati certi, in cambio della speranza di maggiori guadagni ottenibili in futuro grazie alla maggior collaborazione degli *stakeholders*».

[119] Il panorama normativo internazionale conferma il *trend* che riconosce agli *stakeholders* una posizione rilevante. Negli Stati Uniti, ad esempio, in controtendenza rispetto alla decisione *Dodge v. Ford Motor Co.*, Supreme Court of Michigan 204 Mich. 459, 170 N.W. 668 (1919), reperibile su *www.law.justia.com*, che ha cristallizzato il principio della supremazia degli azionisti (*shareholder primacy*), già a partire dagli anni Ottanta del secolo scorso numerosi Stati federati hanno introdotto i c.d. *non-shareholder constituency statutes* che prevedono il dovere di tenere in considerazione gli interessi, oltre che degli azionisti, anche di altri gruppi «including employees, suppliers, customers and creditors of thecorporation». Nel Regno Unito, altresì, la *Sec.* 172(1) del *Companies Act* 2006, disponibile all'indirizzo *www.legislation.gov.uk*, disciplina, nel contesto dei doveri degli amministratori, «[the] Duty to promote the success of the company» avendo riguardo «(amongst other matters) to: (a) the likely consequences of any decisions in the long term, (b) the interests of the company's employees, (c) the need to foster the company's business relationship with suppliers, customers and others, (d) the impact of the company's operations on the community and the environment, (e) the desirability of the company maintaining a reputation for high standards of business conduct, and (f) the need to act fairly as between members of the company». Per accurati riferimenti si rinvia a H. FLEISCHER, *La definizione normativa dello scopo dell'impresa azionaria: un inventario comparato*, in *Riv. Soc.*, 2018, pp. 809-812. Una specifica rassegna delle

La posizione dell'organo esecutivo delle grandi imprese, nel percorso tracciato, è vincolata alla necessità di conciliare le dissimili visioni dei soggetti attenti alle sorti dell'ente[120], protagonisti di episodi sempre meno sporadici di monitoraggio dell'attività gestoria; un atteggiamento che postula, così, il superamento dell'apatia razionale dei soci[121] per mezzo di iniziative di controllo indiretto e di confronto informale con il *management*[122], relativamente a questioni di lungo periodo, anche al fine di esprimere il grado di soddisfazione per i risultati di gestione[123], che non si concretano inevitabilmente nell'esercizio di un diritto soggettivo[124].

L'indice di un rinnovato *engagement* si rinviene nella transizione da una *governance* «interna» alla società, contraddistinta da una ripartizione intraorganica di competenze[125], a una *governance* «esterna» che si identifica nell'incontro tra il *board* e i soci[126], non più titolari di un diritto, bensì destinatari dell'obbligo di acquisire informazioni rilevanti[127]: nella struttura dialogica tra investitori ed emittenti, il flusso informativo abbandona una impostazione tipicamente unilaterale, classificandosi come «comunicazione bilaterale»[128].

Lo sviluppo di un impegno su questioni connesse alla sostenibilità presuppone, inoltre, la capacità dell'investitore, cui è attribuito un «ruolo sociale»[129], di sollecitare una riduzione dei costi di monitoraggio[130]; l'attività di sorveglianza diventa, così, uno «strumento concorrenziale» di attrazione del risparmio[131]. Il diritto unionale eleva,

---

varie accezioni di *stakeholderism* si trova in E. BARCELLONA, *La* sustainable corporate governance, cit., pp. 9-10.

120 F. DENOZZA, *Lo scopo della società*, cit., p. 57. ID., *Scopo della società*, cit., p. 63, non tralascia di considerare, in ogni caso, il socio come «lo *stakeholder* più potente». Mette in discussione l'efficacia di una impostazione che estende i doveri degli amministratori anche nei confronti di soggetti estranei alla compagine sociale G. STRAMPELLI, *La strategia dell'Unione europea per il capitalismo sostenibile: l'oscillazione del pendolo tra amministratori, soci e* stakeholders, in Riv. soc., 2021, p. 366.

121 La letteratura sul punto è ampia; si rinvia, tra i tanti, a M. MAUGERI, *Proxy advisors, esercizio del voto e doveri "fiduciari" del gestore*, in *Rivista ODC*, 2016, p. 6; M. CAMPOBASSO, *La tutela delle minoranze nelle società quotate: dall'eterotutela alla società per azioni "orizzontale"*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2015, p. 141; M. CIAN, *Intervento e voto in assemblea: le nuove tecnologie come mezzo per promuovere l'attivismo degli investitori istituzionali?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I, p. 425; M. EREDE, G. SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento* short-term, cit., p. 935.

122 *Infra*, cap. II, sez. I.

123 L. ENRIQUES, *L'attivismo degli investitori istituzionali negli Stati Uniti: una rassegna degli studi empirici*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 596.

124 M. COSSU, *L'attivismo degli investitori* non *istituzionali in italia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, p. 405, parla, al riguardo, di «*voice* non formalizzata». A. BUSANI, *Regole di* corporate governance, cit., p. 582, individua nei momenti di contatto tra investitori ed emittenti una «tensione virtuosa» funzionale all'ottenimento di stabile valore nel tempo.

125 L. BENEDETTI, *L'*engagement *soci/amministratori*, cit., p. 1090.

126 F. MURINO, *Impegno, monitoraggio e consulenza di voto*, cit., p. 24.

127 M. MAUGERI, *Sostenibilità ed* Engagement, cit., p. 1365.

128 K. LANGENBUCHER, *Kommunikation als Governance-Instrument in der börsennotierten Aktiengesellschaft*, in *ZHR*, 2021, p. 414, segnala il passaggio da una *einseitige Kommunikationi* a una *wechselseitige Kommunikation*.

129 A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori istituzionali*, cit., p. 522.

130 M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 1021, rileva la maggiorazione dei costi generalmente sostenuti dagli investitori per conseguire certi risultati.

131 L'intuizione è di M. MAUGERI, *Sostenibilità ed* Engagement, cit., p. 1362, il quale richiama, sul punto, D. PREITE, *Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1993, p. 489.

dunque, l'*engagement* degli investitori istituzionali nelle dinamiche societarie a «elemento di sistema»[132].

3.2. (*segue*) La rilevanza strategica dei *proxy advisors*.

L'atteggiamento assunto dal legislatore comunitario è espressivo della necessità di addivenire a un sistema societario in grado di eliminare le asimmetrie informative e di favorire una corretta dialettica endosocietaria[133], all'interno del quale assume rilevanza strategica il fenomeno della consulenza di voto[134]: se, da un lato, la crescente incidenza degli investitori professionali negli assetti proprietari degli emittenti contribuisce alla progressiva affermazione della *proxy advisory industry*, dall'altro lato, la posizione occupata dai consulenti di voto, quali «attori» della *corporate governance* che, su base contrattuale, affiancano gli investitori istituzionali[135], alimenta un comportamento maggiormente dinamico e un coinvolgimento più attivo dei clienti nella realtà societaria. Il ricorso al voto per delega corrisponde, dunque, a una scelta organizzativa in ordine alle modalità di adempimento dell'obbligo di gestione[136].

I *proxy advisors* forniscono un servizio professionale di analisi degli argomenti all'ordine del giorno delle assemblee generali delle società quotate che favorisce una riduzione in misura significativa dei costi, altrimenti proibitivi in termini di risorse e tempo, per la raccolta e la valutazione delle informazioni (preassembleari) necessarie per un consapevole esercizio del diritto di voto[137].

L'attività di supporto contempla, invero, una varietà di servizi di natura informativa funzionali all'operatività degli investitori istituzionali titolari delle prerogative partecipative connesse ai titoli gestiti o amministrati[138]. Le raccomandazioni fornite da «suggeritori terzi»[139] e veicolate verso il *management* emergono, invero, quale fattore determinante per i risultati attinenti al processo decisionale dei clienti, circostanza percepita come un rischio per gli investitori con portafogli molto diversificati e con numerose partecipazioni estere.

L'influenza non trascurabile dei *proxy advisors* sulla decisione assembleare, ancorché di fatto non quantificabile con sufficiente grado di certezza[140], tuttavia, non comporta a rigore un aprioristico svuotamento del diritto di voto, il cui esercizio resta un atto

---

132 F. RIGANTI, *La nuova direttiva sui diritti degli azionisti: alcune riflessioni introduttive*, in *Nuove leggi civili*, 2018, p. 780.

133 F. RIGANTI, *La nuova direttiva sui diritti degli azionisti*, cit., p. 783.

134 Il ruolo dei consulenti in materia di voto è rimarcato dai Considerando nn. 25-26 della Direttiva (UE) 2017/828.

135 In termini, G. BALP, *I consulenti di voto*, Milano, Egea, 2017, p. 19.

136 F. MURINO, Stewardship *e ruolo dei* proxy advisors *in Italia. L'attivismo degli azionisti dopo SHRD 2 e* UK Stewardship Code *2020,* Salerno, Brunolibri, 2020, p. 56.

137 M. MAUGERI, *Proxy advisors*, cit., p. 4.

138 F. MURINO, Stewardship *e ruolo dei* proxy advisors *in Italia*, cit., p. 57.

139 L. DAVI, *Proxy advisor, la corsa del suggeritore silenzioso che decide le assemblee*, in *Il Sole 24 Ore*, 17 novembre 2022, p. 33.

140 J.R. COPLAND, D.F. LARCKER, B. TAYAN, *The Big Thumb on the Scale: An Overview of the Proxy Advisory Industry*, in *Rock Center for Corporate Governance*, 2018, p. 3, disponibile all'indirizzo *www.ssrn.com*.

fondamentalmente libero nell'*an* e discrezionale nel *quomodo*[141], sebbene le raccomandazioni trasmesse siano talvolta recepite in maniera pressoché dogmatica dagli investitori[142].

I consigli non sono vincolanti e non limitano, in alcun modo, l'autonomia di espressione e di giudizio dei destinatari, ma costituiscono piuttosto un supporto conoscitivo, un elemento di sostegno in grado di corroborare, e non di fondare, lo sviluppo di libere valutazioni[143]; ciononostante, un irragionevole affidamento sulle linee guida elaborate dai consulenti può condurre, in assenza peraltro di adeguate forme di controllo, a ipotesi di «esternalizzazione» che dissociano le decisioni di voto dagli interessi degli investitori finali[144].

L'art. 3-*undecies* della Direttiva (UE) 2017/828 interviene, infatti, allo scopo di contrastare le criticità associate alla *proxy advisory industry* e di garantire un adeguato flusso informativo sull'accuratezza e sull'affidabilità dei *proxy reports*. La disposizione normativa prescrive specifici requisiti di trasparenza in capo ai consulenti in materia di voto, chiamati a rendere pubblicamente nota la loro adesione a un codice di condotta (applicato) ovvero illustrare, in maniera chiara e motivata, le ragioni di una eventuale mancata aderenza. Il meccanismo di *comply or explain* non impedisce, tuttavia, che la legittima non applicazione determini, nonostante l'obbligo di motivazione, una mancata informazione sugli elementi oggetto di *disclosure*; senonché, la disposizione normativa, al fine di scongiurare una tale eventualità, impone la comunicazione di informazioni minime essenziali, ritenute sostanzialmente equivalenti[145], relative all'elaborazione delle ricerche, delle consulenze e delle raccomandazioni di voto.

3.3. (*segue*) Il coinvolgimento dei soci nella determinazione delle remunerazioni degli amministratori: la disciplina del *say on pay*.

Il tema della remunerazione degli amministratori assume una posizione di rilievo nella riflessione europea sulla *corporate governance* con la Direttiva (UE) 2017/828, che affida a una politica capace di illustrare - in modo chiaro, comprensibile ed esauriente - le variabili del compenso degli amministratori il cómpito di contribuire «alla strategia

---

[141] M. MAUGERI, *Proxy advisors*, cit., p. 1.

[142] F. MURINO, *Impegno, monitoraggio e consulenza di voto*, cit., pp. 40-41, segnala una certa ingenuità nel ridurre i *proxy advisors* a semplici intermediari dell'informazione seguendo l'impostazione delineata dalla SHRD II e così trascurando il ruolo di «quasi-azionisti» e «*de facto regulators*», se le loro raccomandazioni vengono seguite senza controllo da parte degli investitori istituzionali, ancor più attraverso il crescente ricorso al *robovoting* o *autovoting*. Con riferimento al fenomeno dell'automazione, P. ROSE, *Robovoting and Proxy Vote Disclosure*, 26 novembre 2019, p. 3, reperibile su *www.ssrn.com*, sottolinea che l'impostazione predefinita è quella di seguire pedissequamente le linee guida dei consulenti in materia di voto, mentre il voto indipendente rappresenterebbe l'eccezione.

[143] Sia concesso il rinvio a D. PETTA, *L'instabile assetto normativo della* proxy advisory industry, in *Giur. comm.*, 2024, p. 318.

[144] G. BALP, *Trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto*, in V. CALANDRA BUONAURA (a cura di), *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, Milano, Cedam, 2020, p. 968.

[145] G. BALP, *I consulenti di voto*, cit., p. 264.

aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società»[146]. La SHRD II sottolinea, inoltre, l'incidenza della partecipazione degli azionisti al processo di formazione della struttura all'interno della quale deve collocarsi la retribuzione del *board*.

Il regolatore comunitario concede, invero, ai «*residual claimants*» del rischio di impresa[147] uno specifico diritto di *voice* in merito alla remunerazione dei gestori, con l'intenzione di sottrarre il *management* dalla possibilità di intraprendere attività di comodo[148]. Il fulcro della disciplina si identifica nel *say on pay*, quale meccanismo attraverso cui esprimere un voto, vincolante (*binding vote*) o non vincolante (*advisory vote*), sulle politiche di remunerazione degli amministratori[149], che diventa, in tale àmbito, il riflesso di una ben più ampia visione comunitaria volta a valorizzare il ruolo degli azionisti nella *governance* societaria[150].

Segnatamente, l'art. 9-*bis* della Direttiva (UE) 2017/828 prevede che le società elaborino una politica retributiva degli amministratori e la sottopongano alla votazione vincolante - altrimenti consultiva - dell'assemblea generale degli azionisti; onde predisporre un sistema nel concreto efficace, richiede altresì che l'approvazione della *policy* sia sottoposta «al voto dell'assemblea generale ogni volta che alla stessa [venga] apportata una modifica rilevante e, in ogni caso, almeno ogni quattro anni»[151].

L'adeguata valutazione del corrispettivo si dimostra «essenziale» finanche per misurare l'evoluzione sul medio e lungo periodo dei risultati dell'attività d'impresa, elemento che contribuisce ad accertarne il grado di sostenibilità ovvero la capacità di stare sul mercato, al netto dei rischi assunti[152].

Parimenti, il provvedimento *de quo* definisce strumenti di reazione in caso di mancata approvazione dei criteri di remunerazione, contemplando tre opzioni percorribili: *(i)* qualora non sia stata approvata alcuna politica e l'assemblea generale non approvi la politica proposta, la società può continuare a pagare agli amministratori una remunerazione conforme alle prassi vigenti e sottopone una politica rimodulata

---

146 Cfr. il Considerando n. 29 della Direttiva (UE) 2017/828.

147 E. CODAZZI, *Il voto degli azionisti sulle politiche di remunerazione degli amministratori: la disciplina italiana e il modello comunitario di "say on pay"*, in *Rivista ODC*, 2016, p. 7.

148 F. RIGANTI, *La nuova direttiva sui diritti degli azionisti*, cit., p. 787.

149 R.S. THOMAS, C. VAN DER ELST, *Say on Pay around the World*, in *Washington University Law Review*, vol. 93, 2015, p. 658, definiscono il *say on pay* come «(1) a recurring, mandatory, (2) binding or advisory shareholders' vote, (3) provided by law, that (4) directly or indirectly through the approval of the remuneration system, remuneration report or remuneration policy, (5) governs the individual or collective global remuneration package of the executives or managing directors of the corporation».

150 E. CODAZZI, *Il voto degli azionisti*, cit., p. 7.

151 F. RIGANTI, *La nuova direttiva sui diritti degli azionisti,* cit., p. 788, segnala il rischio, per tale opzione, di «(i) indebolire il percorso di uniformizzazione intrapreso in sede comunitaria, oltreché di (ii) depotenziare l'auspicato coinvolgimento degli azionisti in materie di così ampia rilevanza, e (iii) confermare, di conseguenza, il ruolo irrimediabilmente "subalterno" dell'assemblea all'organo amministrativo per quanto attiene alla materia in esame».

152 I. CAPELLI, *La sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate: la rilevanza degli interessi degli* stakeholder *dopo la SHRD II*, in *Rivista ODC*, 2020, p. 559; G. PRESTI, *Le politiche di remunerazione degli amministratori*, in P. MONTALENTI, M. NOTARI (a cura di), *La nuova società quotata: tutela degli* stakeholders*, sostenibilità e nuova* governance, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022, p. 190.

all'approvazione della successiva assemblea generale; *(ii)* qualora esista una politica approvata e l'assemblea generale non approvi la nuova proposta, la società continua a pagare agli amministratori una remunerazione conforme alla politica esistente e sottopone una politica aggiornata all'approvazione della successiva assemblea generale; *(iii)* in caso di mancata approvazione della politica proposta da parte dell'assemblea generale, la società sottopone alla votazione degli azionisti una politica rivista in occasione della successiva assemblea generale[153].

Il successivo art. 9-*ter* della Direttiva (UE) 2017/828, ispirato all'imperativo di una maggiore trasparenza informativa[154], dispone «che la società rediga una relazione sulla remunerazione, chiara e comprensibile» che fornisca un quadro completo di tutti i benefici accordati agli amministratori, rispetto alla quale gli azionisti esprimono un voto di natura consultiva. La relazione deve anche indicare alcune informazioni di dettaglio, tra cui: a) la remunerazione complessiva suddivisa per componente, la proporzione relativa di remunerazione fissa e variabile, la spiegazione delle modalità secondo le quali la remunerazione complessiva è conforme alla politica di remunerazione adottata, inclusa la modalità in cui contribuisce ai risultati a lungo termine della società e informazioni sul modo in cui sono stati applicati i criteri basati sui risultati; b) la variazione annuale della remunerazione, dei risultati della società e della remunerazione media su base equivalente a tempo pieno dei dipendenti della società diversi dagli amministratori in almeno gli ultimi cinque esercizi, presentate congiuntamente in modo da consentire il confronto[155].

4. L'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari: il Regolamento (UE) 2019/2088.

Il Regolamento (UE) 2019/2088 (*Sustainable Finance Disclosure Regulation* - SFDR) relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari[156] aggiunge un ulteriore tassello al progetto dell'Unione europea di ridefinire i contorni di una *corporate governance* al servizio della sostenibilità sfruttando la competizione propria del mercato, così da rendere le imprese socialmente responsabili e accrescere la resilienza dell'economia reale e la stabilità del sistema finanziario[157]. Emergono con evidenza i limiti della *disclosure* di carattere non finanziario di cui alla Direttiva 2013/34/UE che, in tale rinnovata ottica, non appare ancóra idonea all'impiego diretto da parte dei partecipanti ai mercati finanziari e dei consulenti finanziari nelle loro interazioni con gli investitori finali[158].

---

153 F. RIGANTI, *La nuova direttiva sui diritti degli azionisti,* cit., p. 789, nt. 49.

154 F. RIGANTI, *La nuova direttiva sui diritti degli azionisti,* cit., p. 788, nt. 45.

155 In tema G. PRESTI, *Le politiche di remunerazione*, cit., p. 192.

156 Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, reperibile su *www.eur-lex.europa.eu*.

157 Considerando n. 19 del Regolamento (UE) 2019/2088.

158 Considerando n. 25 del Regolamento (UE) 2019/2088.

Sul presupposto che i soci-investitori istituzionali possano fungere da volano per la promozione di un modello economico maggiormente sostenibile[159], il Regolamento introduce per i partecipanti ai mercati finanziari[160] e per i consulenti finanziari[161] un obbligo integrativo di comunicazione concernente i rischi di sostenibilità[162] nelle scelte di investimento[163] e la valutazione degli effetti negativi per la sostenibilità nell'*engagement*[164]. La regolamentazione unionale intende eliminare le asimmetrie informative presenti nel settore dei servizi finanziari[165] che determinano incidenze

[159] In tal senso v. il Considerando n. 18 del Regolamento (UE) 2019/2088, ove si legge che gli investitori istituzionali dovrebbero integrare nei loro processi «le procedure per prendere in considerazione i principali effetti negativi accanto ai pertinenti rischi finanziari e ai pertinenti rischi di sostenibilità». Sul punto cfr., altresì, G. STRAMPELLI, *La strategia dell'Unione europea per il capitalismo sostenibile*, cit., p. 367, il quale non ritiene che la strategia incentrata sul ruolo dei soci-investitori sia uno strumento sufficiente a favorire la transizione verso la crescita sostenibile, osservando come la previsione, a carico delle società e dei loro amministratori, di specifici doveri di tutela di «interessi extra-sociali» sia la «conseguenza di alcuni limiti oggettivi del ruolo che gli investitori istituzionali possono assolvere».

[160] L'art. 2, par. 1, del Regolamento (UE) 2019/2088 ricomprende nella definizione di «partecipante ai mercati finanziari»: «a) un'impresa di assicurazione che rende disponibile un prodotto di investimento assicurativo (IBIP); b) un'impresa di investimento che fornisce servizi di gestione del portafoglio; c) un ente pensionistico aziendale o professionale (EPAP); d) un creatore di un prodotto pensionistico; e) un gestore di fondi di investimento alternativi (GEFIA); f) un fornitore di un prodotto pensionistico individuale paneuropeo (PEPP); g) un gestore di un fondo per il venture capital qualificato registrato conformemente all'articolo 14 del regolamento (UE) n. 345/2013; h) un gestore di un fondo qualificato per l'imprenditoria sociale registrato conformemente all'articolo 15 del regolamento (UE) n. 346/2013; i) una società di gestione di un organismo d'investimento collettivo in valori mobiliari (società di gestione di OICVM); oppure j) un ente creditizio che fornisce servizi di gestione del portafoglio».

[161] L'art. 2, par. 11, del Regolamento (UE) 2019/2088 ricomprende nella definizione di «consulente finanziario»: «a) un intermediario assicurativo che fornisce consulenza in materia di assicurazioni riguardo agli IBIP; b) un'impresa di assicurazione che fornisce consulenza in materia di assicurazioni riguardo agli IBIP; c) un ente creditizio che fornisce consulenza in materia di investimenti; d) un'impresa di investimento che fornisce consulenza in materia di investimenti; e) un GEFIA che fornisce consulenza in materia di investimenti conformemente all'articolo 6, paragrafo 4, lettera b), punto i), della direttiva 2011/61/UE; oppure f) una società di gestione di OICVM che fornisce consulenza in materia di investimenti conformemente all'articolo 6, paragrafo 3, lettera b), punto i), della direttiva 2009/65/CE».

[162] L'art. 2, par. 22, del Regolamento (UE) 2019/2088 ricomprende nella definizione di «rischio di sostenibilità»: «un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di governance che, se si verifica, potrebbe provocare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell'investimento».

[163] L'art. 2, par. 17, del Regolamento (UE) 2019/2088 definisce «investimento sostenibile» la capitalizzazione «in un'attività che contribuisce a un obiettivo ambientale» ovvero «a un obiettivo sociale».

[164] L'art. 4, par. 2, del Regolamento (UE) 2019/2088 impone ai partecipanti ai mercati finanziari di comunicare: «a) informazioni sulle loro politiche relative all'individuazione e alla prioritizzazione dei principali effetti negativi per la sostenibilità e relativi indicatori; b) una descrizione dei principali effetti negativi per la sostenibilità e di qualsiasi azione adottata in relazione a ciò o, se del caso, programmata; c) brevi sintesi delle politiche di impegno ai sensi dell'articolo 3 octies della direttiva 2007/36/CE, ove applicabile; d) un riferimento alla loro osservanza dei codici di condotta d'impresa responsabile e delle norme riconosciute a livello internazionale in materia di dovuta diligenza e di reportistica e, se del caso, al grado della loro conformità agli obiettivi previsti dall'accordo di Parigi». L'Accordo di Parigi sul clima è un Trattato Internazionale sottoscritto e ratificato nel 2015 dagli Stati membri dell'Unione europea che ha segnato un cambio di direzione nella cooperazione internazionale in tema di sostenibilità ambientale; per un approfondimento si rinvia ad A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile*, cit., pp. 74 ss.

[165] L'art. 4, par. 1, lett. b), del Regolamento (UE) 2019/2088 impone ai partecipanti ai mercati finanziari, ove non prendano in considerazione gli effetti negativi delle decisioni di investimento sui

negative sui fattori di sostenibilità[166] e che impediscono agli investitori finali di scegliere soluzioni di investimento informate[167].

Il meccanismo «duale»[168] - che distingue, ancóra una volta, l'iniziativa della Commissione e fa salva la possibilità di motivare una eventuale mancata considerazione degli effetti negativi delle scelte di investimento - incontra un eventuale limite nel pregiudizio «reputazionale» derivante da un'integrale rinuncia a qualsiasi politica di impegno[169].

4.1. (*segue*) Il Regolamento (UE) 2020/852.

Il Regolamento (UE) 2020/852 (*Taxonomy Regulation*)[170] si colloca nel solco della disciplina europea per la finanza e lo sviluppo sostenibile proponendosi di istituire un sistema di classificazione unificato per le attività economiche[171], in grado di agevolare l'assunzione di decisioni di investimento consapevoli dei rischi e delle opportunità afferenti alla sostenibilità[172].

Il Regolamento, al fine di integrare le norme in materia di trasparenza nell'informativa precontrattuale e nelle relazioni periodiche stabilite nel Regolamento (UE) 2019/2088[173], istituisce un apparato di classificazione delle attività economiche[174] e stabilisce i criteri e le priorità della finanza sostenibile in relazione all'impatto ambientale degli investimenti[175]; più precisamente, affinché un'attività possa definirsi *environmentally sustainable* deve contribuire al raggiungimento di uno o più degli obiettivi indicati dal legislatore europeo: a) la mitigazione dei cambiamenti climatici; b)

---

fattori di sostenibilità, di fornire «una chiara motivazione di tale mancata considerazione comprese, se del caso, informazioni concernenti se e quando intendono prendere in considerazione tali effetti negativi».

166 L'art. 2, par. 24, del Regolamento (UE) 2019/2088 ricomprende nella definizione di «fattori di sostenibilità»: «le problematiche ambientali, sociali e concernenti il personale, il rispetto dei diritti umani e le questioni relative alla lotta alla corruzione attiva e passiva».

167 R. IBBA, *L'introduzione di obblighi concernenti i fattori ESG*, cit., p. 439.

168 D. LENZI, *Sostenibilità delle imprese e dichiarazioni non finanziarie*, in *RCG*, 2022, p. 181, mette in evidenza un «approccio duale» simile all'impostazione introdotta dalla Direttiva 2014/95/UE: da un lato, si impone un meccanismo di *hard law* concernente doveri minimi di comunicazione; dall'altro lato, la comunicazione di informazioni ulteriori è regolata da un meccanismo di *comply or explain*.

169 M. MAUGERI, *Sostenibilità ed* Engagement, cit., p. 1360, discorre di una soluzione volta a generare una pressione «sociale» sull'intermediario, esposto al giudizio del mercato e al confronto con gli investitori istituzionali concorrenti.

170 Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del Regolamento (UE) 2019/2088.

171 Considerando n. 6 del Regolamento (UE) 2020/852.

172 A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile*, cit., pp. 77-78, definisce il Regolamento Tassonomia come il «fulcro» della regolazione europea riconducibile al Piano d'azione della Commissione del 2018; quest'ultimo è disponibile all'indirizzo *www.eur-lex.europa.eu*. Per un approfondimento, sul punto, v. altresì R. ROLLI, *L'impatto dei fattori ESG*, cit., pp. 35 ss.

173 Considerando n. 19 del Regolamento (UE) 2020/852.

174 G. MOLLO, *Il principio di sostenibilità nella sua concreta declinazione da parte del legislatore europeo*, in AA.VV., Greenwashing *e tutela del consumatore per un'economia sostenibile,* Quaderni giuridici Consob*,* n. 33/2025, p. 20.

175 Il Regolamento (UE) 2020/852 integra la nozione di «investimento sostenibile» di cui all'art. 2, par. 17, del Regolamento (UE) 2019/2088 introducendo il concetto di «investimento ecosostenibile».

l'adattamento ai cambiamenti climatici; c) l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine; d) la transizione verso un'economia circolare; e) la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento; f) la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi[176].

L'azione prescrittiva, sebbene non inerisca direttamente alla *governance* delle imprese, assume rilievo in tale àmbito relativamente alla trasparenza nelle dichiarazioni di carattere non finanziario; invero, gli emittenti che rientrano nel campo di applicazione della Direttiva 2013/34/UE[177] sono tenuti a comunicare la quota del loro fatturato proveniente da prodotti o servizi associati ad attività economiche considerate ecosostenibili, nonché la quota delle spese in conto capitale e delle spese operative relativa ad attivi o processi associati ad attività economiche considerate ecosostenibili[178].

L'esaustiva esplicitazione del Regolamento Tassonomia (UE) 2020/852 è stata affidata, per alcuni settori, alla regolazione delegata[179]: il 9 dicembre 2021, infatti, è stato pubblicato il Regolamento delegato (UE) 2021/2139 (*Climate Delegated Act*)[180] allo scopo di precisare i criteri di vaglio tecnico che consentono di determinare le condizioni essenziali per contribuire alla mitigazione dei cambiamenti climatici; il 10 dicembre 2021, è stato pubblicato altresì il Regolamento delegato (UE) 2021/2178[181] al fine di assicurare una applicazione uniforme degli obblighi di informativa da parte delle imprese e, specularmente, di consentire agli investitori e al pubblico di valutare correttamente la quota di attività economiche ecosostenibili allineate alla tassonomia[182].

5. La scarna incidenza della *soft law* nella transizione verso un governo societario sostenibile.

[176] Art. 9 del Regolamento (UE) 2020/852.

[177] *Supra,* in questa sezione, § 3.

[178] Art. 8 del Regolamento (UE) 2020/852.

[179] Il Regolamento quadro (UE) 2020/852 reca «previsioni sulla trasparenza suscettibili di assumere rilevanza anche per il governo ecosostenibile dell'impresa azionaria»; in termini, A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile*, cit., pp. 87-88.

[180] Regolamento delegato (UE) 2021/2139 della Commissione, del 4 giugno 2021, che integra il Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio fissando i criteri di vaglio tecnico che consentono di determinare a quali condizioni si possa considerare che un'attività economica contribuisce in modo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici o all'adattamento ai cambiamenti climatici e se non arreca un danno significativo a nessun altro obiettivo ambientale, consultabile su *www.eur-lex.europa.eu*.

[181] Regolamento delegato (UE) 2021/2178 della Commissione, del 6 luglio 2021, che integra il Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio precisando il contenuto e la presentazione delle informazioni che le imprese soggette all'articolo 19-*bis* o all'articolo 29-*bis* della Direttiva 2013/34/UE devono comunicare in merito alle attività economiche ecosostenibili e specificando la metodologia per conformarsi a tale obbligo di informativa, consultabile su *www.eur-lex.europa.eu*.

[182] Considerando n. 2 del Regolamento (UE) 2021/2178.

Il rispetto dei «fattori di sostenibilità» si inscrive in una cornice normativa distonica, che introduce specifici doveri di trasparenza[183], ma non impone ai destinatari, beneficiari di un meccanismo di tipo volontaristico, alcun obbligo di correggere in tal senso l'organizzazione della *governance*; un contesto che difetta, peraltro, di una precipua disciplina sanzionatoria in caso di inadempimento[184], circostanza potenzialmente idonea ad alterare la *fair competition* delle imprese sul mercato[185]. Pertanto, la tipicità applicativa della disciplina si riflette altresì sull'efficacia del procedimento[186].

L'iniziativa della Commissione europea sulla *Sustainable Corporate Governance* del 30 luglio 2020[187], difatti, mette in luce l'insufficienza della sola volontarietà per la creazione di valore sostenibile a lungo termine, promosso essenzialmente in via indiretta[188].

La rivendicazione di metodi più coercitivi[189] si manifesta altresì con la Risoluzione del Parlamento europeo n. 2137 del 17 dicembre 2020[190], che richiama l'attenzione sulla inefficacia delle iniziative di *soft law*[191] nel determinare un mutamento effettivo dei comportamenti improntati alla sostenibilità[192] e sulla necessità di un quadro supplementare che stabilisca obblighi concreti e incentivi in termini di governo societario sostenibile[193]. Segnatamente, oltre a promuovere un riesame della Direttiva 2014/95/UE (NFRD) sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario, implementando strumenti di segnalazione vincolanti - in piena coerenza con i requisiti imposti dal Regolamento *Disclosure* (UE) 2019/2088 e dal Regolamento

---

183 Diversamente orientata R. IBBA, *L'introduzione di obblighi concernenti i fattori ESG*, cit., p. 445, la quale sottolinea una certa «vaghezza» e «mancanza di determinatezza» relativamente al contenuto dell'obbligo di *disclosure* cui sono tenuti i vari operatori.

184 L'art. 22 del Regolamento (UE) 2020/852 si limita, ad esempio, a un laconico richiamo ai princìpi di effettività, proporzionalità e dissuasività delle sanzioni che gli Stati membri sono chiamati a stabilire in caso di violazione degli obblighi di trasparenza.

185 M. LIBERTINI, *Sulla proposta di Direttiva UE su "Dovere di diligenza e responsabilità delle imprese"*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 328, segnala, al riguardo, come le condotte di responsabilità sociale delle imprese, seppur considerate «*mainstream*» sul piano culturale, siano affidate a scelte differenziate di ordinamenti nazionali che si traducono, in genere, in «semplici disposizioni di principio».

186 È stato già evidenziato *supra,* in questa sezione, § 3, come lo spazio di attuazione della disciplina *de qua* appaia piuttosto limitato, tenuto conto della definizione di «categorie di imprese e di gruppi» contenuta all'art. 3 della Direttiva 2013/34/UE, tralasciando di considerare che le società non quotate di grandi dimensioni e le piccole e medie imprese quotate, escluse dalla regolamentazione, rappresentino una quota significativa delle imprese dell'Unione europea.

187 *Inception Impact Assessment* sulla *Sustainable Corporate Governance* del 30 luglio 2020, consultabile all'indirizzo *www.eur-lex.europa.eu*.

188 Il messaggio sembra emergere anche dalla consultazione pubblica conclusasi in data 8 febbraio 2021 e i cui esiti sono sintetizzati in un *Summary Report* pubblicato il 18 maggio 2021, reperibile su *www.eur-lex.europa.eu*.

189 G. TROVATORE, *Sull'*enforcement *degli obblighi di sostenibilità*, cit., p. 618.

190 Risoluzione del Parlamento europeo del 17 dicembre 2020 sul governo societario sostenibile (2020/2137(INI)), reperibile all'indirizzo *www.eur-lex.europa.eu*.

191 Rileva, invece, l'utilità o addirittura la «necessità», in alcuni contesti, della formazione di una *soft law* per la *governance* nell'àmbito dei gruppi M. CALLEGARI, *Assetti e* governance *dei gruppi. Quale il ruolo della* soft law*?*, in M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA, Governance *e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, t. I, Torino, Giappichelli, 2022 pp. 1412 ss.

192 Considerando lett. c) della Risoluzione del Parlamento europeo 2020/2137(INI).

193 Considerando lett. r) della Risoluzione del Parlamento europeo 2020/2137(INI).

Taxonomy (UE) 2020/852[194] - il Parlamento europeo esorta la Commissione alla presentazione di una nuova normativa sul dovere di diligenza e sugli obblighi degli amministratori non solo in relazione alla massimizzazione dei profitti a breve termine, ma anche in merito alle considerazioni in materia di sostenibilità[195].

La Proposta di Direttiva del Parlamento europeo del 10 marzo 2021 sulla responsabilità d'impresa[196] conferma le esternalità negative derivanti da un'azione meramente volontaria, seppur improntata alla sostenibilità, rispondendo all'imperativo di elaborare una riforma radicale della disciplina dell'impresa incentrata sulla «catena del valore»: *(i)* rispetto dei diritti umani; *(ii)* tutela dell'ambiente; *(iii)* regole di buon governo[197].

Sul piano applicativo, in risposta ai rilievi critici avanzati, il progetto contempla l'adozione di meccanismi formali per la prevenzione e l'attenuazione degli impatti negativi, potenziali o effettivi[198], che incombono sulle imprese operanti in ambienti complessi[199], pressoché idonei a innescare ricadute pregiudizievoli in termini di competitività differenziale[200]. La previsione di doveri oltremodo generici e di eventuali azioni di responsabilità[201], peraltro, opera una inversione dell'onere della prova[202] non essendo sufficiente la indicazione della ragionevole adeguatezza dell'intervento da parte dell'ente, richiedendosi un dovere di diligenza vieppiù rigoroso in tutte le politiche[203].

La Relazione della Commissione europea del 21 aprile 2021, relativa al controllo dell'adeguatezza del *legal framework* dell'Unione per l'informativa societaria di carattere finanziario e non finanziario[204], sollecita ancóra un riesame di taluni aspetti della *Non-*

---

194 Risoluzione del Parlamento europeo 2020/2137(INI): «*Obblighi di comunicazione di informazioni di carattere non finanziario*».

195 Risoluzione del Parlamento europeo 2020/2137(INI): «*Dovere di diligenza degli amministratori e misure aggiuntive per rendere il governo societario più orientato alla sostenibilità*».

196 Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la Direttiva (UE) 2019/1937, reperibile su *www.eur-lex.europa.eu*. Sul punto, cfr. L. ENRIQUES, *The European Parliament Draft Directive on Corporate Due Diligence and Accountability: Stakeholder-Oriented Governance on Steroids*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 320, il quale discorre di «atti di imperialismo economico».

197 M. LIBERTINI, *Sulla proposta di Direttiva UE*, cit., p. 331.

198 M. VENTORUZZO, *Troppa responsabilità per l'impresa*, in *lavoce.info,* 2 aprile 2021, discorre di «controsenso giuridico» riferendosi alla potenzialità degli impatti negativi da cui deriverebbe la responsabilità delle imprese.

199 P. MONTALENTI, *Impresa e fattori ESG: lo stato dell'arte*, in P. MONTALENTI, M. NOTARI (a cura di), *Banche, contratti di finanziamento alle imprese e sostenibilità*, Atti del Convegno, Courmayeur, 15-16 dicembre 2023, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2024, p. 30.

200 A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile*, cit., p. 63.

201 P. MONTALENTI, *Impresa e fattori ESG*, cit., p. 30, segnala il rischio «di tradurre principi e raccomandazioni in norme giuridiche "a fattispecie aperta" la cui applicazione può condurre a *overshooting* non appropriati».

202 M. VENTORUZZO, *Troppa responsabilità per l'impresa*, cit.

203 M. LIBERTINI, *Doveri ambientali, sviluppo sostenibile e diritto commerciale*, in *Dir. econ.*, 2021, p. 94, solleva perplessità in merito «[a]lla sostenibilità di una innovazione così radicale» da parte dell'economia europea».

204 Relazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio e al Comitato economico e sociale europeo sulle clausole di riesame o revisione delle direttive 2013/34/UE, 2014/95/UE e 2013/50/UE, reperibile su *www.eur-lex.europa.eu.*

financial Reporting Directive (NFRD), tenendo conto della mancanza di reciprocità tra le informazioni sulla sostenibilità trasmesse dalle imprese e le esigenze degli utenti finali[205]: la Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la Direttiva 2013/34/UE, la Direttiva 2004/109/CE, la Direttiva 2006/43/CE e il Regolamento (UE) n. 537/2014 per quanto riguarda la comunicazione societaria sulla sostenibilità, rappresenta l'epilogo delle risultanze emerse e delle raccomandazioni trasmesse.

Il tentativo di revisione definisce, preliminarmente, una evoluzione terminologica dell'espressione «informazione non finanziaria», che escluderebbe a priori e in maniera fuorviante un contatto con la *performance* finanziaria dell'impresa, essendo preferibile, invece, utilizzare la locuzione «informazione sulla sostenibilità»[206], così da ridurre il divario tra le divergenti pratiche di comunicazione e le attese dei destinatari[207].

Parimenti, le preoccupazioni concernenti l'impatto e la responsabilità anche all'interno delle catene del valore[208] inducono la Commissione, per un verso, a estendere l'obbligo di comunicazione a tutte le imprese di grandi dimensioni nonché a tutte le imprese quotate in mercati regolamentati[209]; per altro verso, a rimodellare il profilo contenutistico dell'obbligo di *reporting* in termini di chiarezza, di efficacia e di utilità per i terzi fruitori dell'informazione[210].

6. La veste impositiva della rendicontazione di sostenibilità a séguito della CSRD.

La «spinta gentile» del legislatore comunitario nella costruzione di una disciplina organica attraverso strumenti applicativi formalmente non impositivi rallenta la gestione societaria, relativamente all'attività di reportistica non finanziaria[211].

La finalità di raggiungere un seppur ideale equilibrio tra esercizio dell'attività d'impresa e sostenibilità comporta l'introduzione, dunque, di regole di crescente

---

[205] La Commissione si è altresì avvalsa dell'ausilio di una *task force* istituita dal Gruppo consultivo europeo sull'informativa finanziaria (EFRAG) al fine di sondare la possibilità di elaborare princìpi europei in materia di informativa sulla sostenibilità. L'*European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG), fondato nel 2001, è un organismo di *advisory* della Commissione europea nel campo del *reporting* aziendale, che fornisce bozze di *standards* europei di rendicontazione della sostenibilità e/o bozze di emendamenti a tali *standards*; per un approfondimento si rinvia all'indirizzo *www.efrag.org*.

[206] Considerando n. 7 della Proposta di Direttiva *de qua*.

[207] L'esistenza di prescrizioni diverse in materia di informativa nei vari Stati membri aumenterebbe i costi e la complessità delle procedure per le imprese che operano a livello transfrontaliero; cfr. in tal senso il Considerando n. 14 della Proposta di Direttiva *de qua*.

[208] Considerando n. 16 della Proposta di Direttiva *de qua*.

[209] L'art. 1, par. 1, della Proposta di Direttiva *de qua* estenderebbe l'obbligo anche alle imprese di assicurazione e agli enti creditizi, indipendentemente dalla loro forma giuridica, ad eccezione delle microimprese.

[210] Le imprese sarebbero così tenute alla divulgazione di informazioni relative non solo agli impatti causati dall'attività economica verso l'esterno (prospettiva *inside-out*) ma anche all'impatto causato dai fattori ESG sull'attività stessa (prospettiva *outside-in*); R. IBBA, *L'introduzione di obblighi concernenti i fattori ESG*, cit., p. 449.

[211] M. RESCIGNO, *Società quotate, successo sostenibile e dichiarazioni non finanziarie*, in P. MONTALENTI, M. NOTARI (a cura di), *Banche, contratti di finanziamento alle imprese e sostenibilità*, Atti del Convegno, Courmayeur, 15-16 dicembre 2023, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2024, p. 69.

rilevanza[212], obblighi di trasparenza più dettagliati sull'impatto delle imprese sull'ambiente, sui diritti umani e sugli *standards* sociali[213]: il 21 aprile 2021, all'esito di una consultazione pubblica conclusasi l'11 giugno 2020[214], la Commissione propone al Parlamento europeo l'adozione di una Direttiva di modifica e implementazione delle dichiarazioni non finanziarie; il 14 dicembre 2022, la Commissione adotta la Direttiva (UE) 2022/2464 (*Corporate Sustainability Reporting Directive* – CSRD)[215], emendando il testo della Direttiva 2013/34/UE[216], ancorché già fortemente innovativo[217], e imponendo un sistema informativo il cui contenuto è predeterminato in modo tendenzialmente esaustivo[218].

La rendicontazione di sostenibilità assume, così, una veste impositiva, indicando, normativamente, specifici imperativi informativi[219], la cui omessa e/o non corretta

---

[212] F. DENOZZA, *Sostenibilità e* corporate governance, cit., p. 302, segnala come l'intervento diretto dello Stato regolatore, che impone, con norme imperative, limiti all'autonomia delle imprese, presenta non trascurabili limiti e potenziali controindicazioni.

[213] M. CAPELLI, *Dalla* Corporate sustainability reporting directive *alla* Corporate Responsibility Due Diligence: *comunicazione di sostenibilità e impatto ambientale*, in *Nuovo dir. soc.*, 2023, p. 1165.

[214] Le fasi della consultazione e la relativa documentazione sono consultabili all'indirizzo *www.ec.europa.eu*.

[215] Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 che modifica il Regolamento (UE) n. 537/2014, la Direttiva 2004/109/CE, la Direttiva 2006/43/CE e la Direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la rendicontazione societaria di sostenibilità, reperibile su *www.eur-lex.europa.eu*. La Direttiva CSRD è stata recepita nell'ordinamento italiano dal d. lgs. 6 settembre 2024, n. 125 (v. *infra,* in questa sezione, § 9).

[216] Direttiva 2013/34/UE, già modificata dalla Direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 22 ottobre 2014, per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni; su cui *supra*, in questa sezione, § 3.

[217] A. GENOVESE, *L'armonizzazione del* reporting *di sostenibilità delle imprese azionarie europee dopo la CSRD*, in *Contr. impr.*, 2023, p. 89, sottolinea come con la NFRD, per la prima volta, le questioni di rilevazione e rappresentazione per gli *stakeholders* dei rischi e dell'impatto dei fattori ESG delle attività d'impresa «sono entrate "d'ufficio" nell'agenda di *disclosure* e di *compliance* di un discreto numero di imprese UE (le più grandi e strutturate)».

[218] M. RESCIGNO, *Note sulle "regole" dell'impresa "sostenibile": dall'informazione non finanziaria all'informativa sulla sostenibilità*, in M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA, Governance *e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, t. I, Torino, Giappichelli, 2022, p. 204.

[219] Il sistema informativo deve conformarsi non soltanto ai più puntuali dettami definiti dalla Direttiva (UE) 2022/2464 ma, altresì, agli *European Sustainability Reporting Standards* (ESRS) elaborati dall'*European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG), in continuità con gli *standards* emanati da *Global Reporting Initiative* (GRI), e adottati dalla Commissione europea il 31 luglio 2023; i princìpi di rendicontazione ESRS predisposti dall'EFRAG, inoltre, si traducono nell'adozione del criterio della doppia materialità, in base al quale i *report* di sostenibilità devono includere: *(i)* le informazioni determinanti per la comprensione dei rischi sociali e ambientali cui le imprese sono esposte e che influiscono sulla loro attività (*inside-in*); *(ii)* le informazioni prodromiche alla comprensione dell'impatto delle attività d'impresa sulle persone e sull'ambiente (*outside-in*). Il progetto di revisione si avvicina, da un punto di vista strutturale, agli *standards* di rendicontazione internazionali elaborati dall'*International Sustainability Standard Board* (ISSB), articolazione dell'*International Financial Reporting Standard* (IFRS). In tema, cfr. F. MURINO, *Impegno, monitoraggio e consulenza di voto*, cit., pp. 51-52; G. STRAMPELLI, *L'informazione non finanziaria tra narrazione e misurazione delle politiche di sostenibilità*, in P. MONTALENTI, M. NOTARI (a cura di), *La nuova società quotata: tutela degli* stakeholders*, sostenibilità e nuova* governance, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022, pp. 215-216; ID., *Sostenibilità e* corporate governance, cit., pp. 832-833.

osservanza espone l'impresa alle conseguenze di un inadempimento, ampliandone la responsabilità[220].

Rispetto all'originaria matrice dell'informazione non finanziaria (NFRD), la CSRD incide altresì sulla struttura organizzativa delle società che rientrano nella sua sfera applicativa[221] e, prima ancóra che la descrizione analitica di dati informativi, prescrive la trasmissione di elementi riconducibili alla correttezza gestoria[222].

La rendicontazione richiede *(i)* un chiaro riferimento al modello e alla strategia dell'impresa, non già in termini astratti o didascalici ma in relazione alle opportunità e ai rischi connessi alle questioni di sostenibilità[223]; *(ii)* una descrizione dei piani dell'impresa, incluse le azioni di attuazione e i relativi piani finanziari e di investimento; *(iii)* una descrizione del ruolo degli organi di amministrazione, gestione e controllo per quanto riguarda le questioni di sostenibilità e le loro competenze e capacità in relazione allo svolgimento di tale ruolo[224]. Il *reporting* di sostenibilità ha, perciò, natura quantitativa oltre che qualitativa-narrativa, carattere retrospettivo, ma anche prospettico (*forward-looking*)[225].

La regolamentazione *de qua* ambisce a obiettivi di più ampio interesse generale, scenario confermato dal contesto al quale appartengono gli obblighi di *disclosure,* che afferiscono alle imprese indipendentemente dalla loro forma giuridica, ad eccezione delle microimprese - che sono enti di interesse pubblico - alle imprese di assicurazione e agli enti creditizi, nonché a tutte quelle in grado di generare rilevanti esternalità[226]. I nuovi requisiti informativi[227] indirizzano le società verso un'economia maggiormente sostenibile e responsabile[228].

---

[220] M. RESCIGNO, *Società quotate*, cit., p. 72, sottolinea l'effetto «confusorio» che il precedente approccio avrebbe generato.

[221] G. STRAMPELLI, *ESG,* disclosure *di sostenibilità e* stewardship *degli investitori istituzionali,* in *Riv. soc.*, 2023, p. 829.

[222] L'art. 19-*bis*, par. 1, della Direttiva (UE) 2022/2464 richiede alle imprese di indicare nella relazione sulla gestione «[le] informazioni necessarie alla comprensione dell'impatto dell'impresa sulle questioni di sostenibilità nonché [le] informazioni necessarie alla comprensione del modo in cui le questioni di sostenibilità influiscono sull'andamento dell'impresa, sui suoi risultati e sulla sua situazione»; ne consegue il venir meno della facoltà prevista dalla NFRD di pubblicare tale informativa in un documento separato.

[223] A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile*, cit., p. 176, individua un dovere di condotta in capo agli amministratori. Diversamente orientato M. CAMPOBASSO, *Gli amministratori, il successo sostenibile e la pietra di Spinoza*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2024, I, p. 16, il quale considera una simile conclusione «probabilmente forzata».

[224] M. RESCIGNO, *Società quotate*, cit., p. 74, mette in evidenza come tale vincolo si traduca nell'obbligo speculare per l'impresa di dotarsi di un organo amministrativo dotato di una «specifica capacità in materia di sostenibilità».

[225] M. CAPELLI, *Dalla* Corporate sustainability reporting directive *alla* Corporate Responsibility Due Diligence, cit., p. 1168.

[226] G. STRAMPELLI, *ESG*, disclosure *di sostenibilità,* cit., p. 830; A. GENOVESE, *L'armonizzazione del* reporting *di sostenibilità*, cit., p. 96, descrive il significativo ampliamento dell'àmbito soggettivo dell'obbligo di *reporting*.

[227] A. GENOVESE, *L'armonizzazione del* reporting *di sostenibilità*, cit., p. 108, evidenzia come «la previsione di *standard* europei rappresent[i] del resto un passaggio importante nel percorso volto ad assicurare maggiore qualità e comparabilità alle informazioni di sostenibilità prodotte dagli emittenti».

[228] L. SCIPIONE, *Il* golden power *come strumento attivo per una politica industriale "sostenibile"*, in *Giur. comm.*, 2024, I, p. 852, nt. 29; M. CAPELLI, *Dalla* Corporate sustainability reporting directive *alla* Corporate Responsibility Due Diligence, cit., p. 1166.

7. L'integrazione di un dovere di diligenza nella *governance* societaria con la CS3D.

L'avvertita esigenza di promuovere misure di *governance* societaria improntate al maggior rispetto dei diritti umani e dell'ambiente[229] guida la Commissione europea nell'elaborazione di una disciplina trasversale, contenuta nella Proposta di Direttiva in materia di *Corporate Sustainability Due Diligence* del 23 febbraio 2022[230], destinata a innalzare il grado di attenzione delle imprese in relazione ai profili di sostenibilità mediante l'introduzione di disposizioni cogenti, operanti sul piano organizzativo e comportamentale[231].

L'impianto normativo sovranazionale[232] si discosta, dunque, dalla funzione complementare attribuita alle previsioni in tema di trasparenza[233], mitigando gli impatti negativi di una gestione «miope»[234] con l'imposizione di obblighi di mezzi[235] da convertirsi autonomamente in procedure interne, protocolli e assetti organizzativi[236].

Il progetto introduce un metodo (normativo) in cui le imprese contribuiscono sempre più attivamente e con il coinvolgimento degli *stakeholders*[237] alla realizzazione di un sistema economico sostenibile[238], implementando condotte virtuose[239] per

---

229 R. FELICETTI, *Prime riflessioni sulla proposta di direttiva UE in materia di Corporate Sustainability Due Diligence*, in *An. giur. econ.*, 2022, p. 192.

230 Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la Direttiva (UE) 2019/1937; la relativa documentazione e le fasi del procedimento legislativo sono consultabili all'indirizzo *www.eurlex.europa.eu*.

231 M. CAPELLI, *Dalla* Corporate sustainability reporting directive *alla* Corporate Responsibility Due Diligence, cit., p. 1171, nt. 35, che richiama sul punto F. URBANI, *Rassegna dei principali interventi legislativi, istituzionali e di policy a livello europeo in ambito societario, bancario e dei mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 908.

232 La Proposta sembra verosimilmente ispirarsi ai princìpi di *soft law* contenuti nei *Guiding Principles on Business and Human Rights* delle Nazioni Unite (UNGP), più volte richiamati tanto nella Relazione quanto nei Considerando. M. CAPELLI, *Dalla* Corporate sustainability reporting directive *alla* Corporate Responsibility Due Diligence, cit., p. 1174, segnala altresì l'influenza della legge tedesca sugli obblighi di *due diligence* nella *supply chain*, approvata dal *Bundestag* nel giugno 2021 (*Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz* – LkSG), rinviando, sul punto, per una disamina, ad A. GUERCINI, *La legge tedesca sugli obblighi di* due diligence *nella* supply chain (Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz – LkSG), in *Riv. dir. societario*, 2022, pp. 391 ss.

233 In tema F. URBANI, *Rassegna dei principali interventi legislativi*, cit., pp. 904 ss.

234 M. STELLA RICHTER JR., Long-Termism, cit., *passim*; M. SCOTTON, *Elementi ESG nella governance delle imprese: evoluzione nell'approccio dell'Unione*, in *Il Societario*, 11 luglio 2022.

235 Considerando n. 15 della Proposta di Direttiva *de qua*.

236 U. TOMBARI, *La Proposta di Direttiva sulla* Corporate Due Diligence *e sulla* Corporate Accountability*: prove (incerte) di un "capitalismo sostenibile"*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 376.

237 L'art. 3, par. 1, lett. n), della Proposta di Direttiva *de qua* definisce «portatori di interesse»: dipendenti della società, dipendenti delle sue filiazioni e altre persone fisiche, gruppi, comunità o soggetti i cui diritti o interessi sono o potrebbero essere lesi dai prodotti, dai servizi e dalle attività della società, delle sue filiazioni e dei suoi rapporti d'affari.

238 L. BANFI, G. GIUSSANI, S. LUNGHI, *CSRD e proposta di direttiva CSDD*, gennaio 2023, p. 9, in *dirittobancario.it*.

239 M. STELLA RICHTER JR., Corporate Sustainability Due Diligence: *noterelle semiserie su problemi serissimi*, in *Riv. soc.*, 2022, p. 720, solleva perplessità sulla diligenza evocata dalla Proposta di Direttiva *de qua*, siccome «le condotte richieste sono quelle di porre in essere procedure diligenti rispetto a obblighi che in realtà non esistono in modo autonomo» e dunque la diligenza, che, in genere, è modalità

contrastare e/o prevenire l'incidenza di esternalità negative[240]; un modello che valorizza un'informazione focalizzata essenzialmente sui profili sostanziali della gestione e che consente la valutazione della dimensione effettiva di sostenibilità perseguita e/o perseguibile dall'impresa[241].

Il 15 dicembre 2023, il Parlamento europeo e il Consiglio dell'Unione europea raggiungono un compromesso (provvisorio) in merito all'àmbito di applicazione della bozza[242], la quale prevede: *(i)* a carico delle imprese, un dovere di diligenza in materia di diritti umani e di ambiente; *(ii)* a carico degli Stati membri, un obbligo di provvedere affinché ciascuna società adotti misure adeguate per individuare gli impatti negativi sui diritti umani (*id est* su persone protette) nonché gli impatti ambientali negativi, potenziali o effettivi, causati dalla violazione di uno dei divieti o degli obblighi derivanti dalle convenzioni internazionali in materia ambientale.

Più precisamente, con riferimento all'arresto degli impatti negativi, il testo postula rimedi preventivi oltre che sanzionatori[243]: tra le soluzioni di natura preventiva introduce una procedura di reclamo; tra le soluzioni di natura sanzionatoria, contempla il pagamento di un risarcimento alle persone colpite, una compensazione finanziaria alle comunità colpite e l'adozione di sanzioni pecuniarie effettive, proporzionate e dissuasive da parte degli Stati membri, che stabiliscono le relative norme[244].

L'impostazione soggettiva delineata dalla Proposta, tuttavia, si allontana dalla versione definitiva della Direttiva (UE) 2024/1760 (*Corporate Sustainability Due Diligence Directive* - CS3D) del 13 giugno 2024[245]; il campo di applicazione del novellato panorama dispositivo appare, infatti, fortemente ridimensionato[246], rivolgendosi, nell'attuale configurazione, a una percentuale limitata di società europee rispetto a quanto in precedenza previsto[247].

---

dell'adempimento di un obbligo, diventa così «oggetto del dovere». In tal senso v. F. FIMMANÒ, *Art. 41 della Costituzione e valori ESG: esiste davvero una responsabilità sociale dell'impresa?*, in *Giur. comm.*, 2023, I, p. 803, che parla di «un caso singolare di obbligo senza precetto». Analogamente, E. BARCELLONA, *La* sustainable corporate governance, cit., p. 20, ritiene che i rischi di impatti negativi su diritti umani, ambiente e buona *governance* siano, essenzialmente, «quelli "coperti" da preesistenti norme imperative dettate dal diritto di volta in volta applicabile, sicché, sotto questo profilo, la prescritta *due diligence* risulterebbe un mero strumento per assicurare, anche preventivamente, la ordinaria *compliance with laws*».

[240] M. CAPELLI, *Dalla* Corporate sustainability reporting directive *alla* Corporate Responsibility Due Diligence, cit., pp. 1176-1177.

[241] M. CALLEGARI, *Sostenibilità,* supply chain *e intelligenza artificiale*, in *Giur. it.*, 2024, p. 1212, individua nella finalità *de qua* «il nodo centrale della Proposta di Direttiva sulla *Corporate Sustainability Due Diligence*».

[242] In tema A. STABILINI, *La futura direttiva sulla* corporate sustainability due diligence. *Profili di diritto societario,* in *Diritti umani e diritto internazionale*, 2023, p. 733.

[243] Sull'efficacia della prospettiva rimediale insita nella Proposta di Direttiva *de qua*, cfr. G. BEVIVINO, *Nuovi inputs euro-unitari. La sostenibilità come ponderazione normativa degli interessi di shareholders e stakeholders*, in *An. giur. econ.*, 2022, p. 127.

[244] In tema M. COSSU, Stakeholders theory, *obiettivi ESG e interesse sociale*, in *Rivista ODC*, 2023, p. 788.

[245] Direttiva (UE) 2024/1760 del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 giugno 2024 relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la Direttiva (UE) 2019/1937 e il Regolamento (UE) 2023/2859, reperibile all'indirizzo *www.eur-lex.europa.eu*.

[246] Per una ricostruzione dell'àmbito di applicazione della Direttiva (UE) 2024/1760 si rinvia a S. ADDAMO, *Le novità del testo finale della Corporate Sustainability Due Diligence Directive: un cambio di passo per la politica di sostenibilità dell'UE?*, in *Nuove leggi civili*, 2024, pp. 1262 ss., spec. p. 1264.

[247] Secondo una stima, la Direttiva (UE) 2024/1760 si applicherà esclusivamente allo 0,05 % delle società europee, circa il 70% in meno rispetto a quanto previamente proposto; cfr. S. GONZALEZ

La Direttiva introduce una serie di obblighi finalizzati all'identificazione, mappatura e gestione dei rischi[248] per assicurare che le società contribuiscano allo sviluppo sostenibile e alla transizione economica e sociale verso la sostenibilità[249]; ciò implica la necessità di creare condizioni di parità onde evitare di acuire la frammentazione esistente e garantire la certezza del diritto[250] per le imprese che operano in un mercato che si appresta a divenire sempre più interconnesso e globalizzato[251].

La CS3D include nel processo della gestione societaria il rispetto della sicurezza umana, della salute e dell'ambiente non solo come obbligo giuridico, ma altresì come fonte di responsabilità nei confronti della collettività[252]; al fine, inoltre, di eludere distorsioni competitive sul mercato e di offrire una risposta corale all'impegno in tema di sostenibilità[253], prevede che ciascuna società integri la *due diligence* in tutte le sue pertinenti politiche e i suoi pertinenti sistemi di gestione dei rischi[254] che possono pregiudicare valori ambientali e sociali insorgenti nella *supply chain*[255].

La tecnica legislativa adottata risponde all'esigenza di individuare, prima, e mitigare, poi, i rischi connessi al rispetto dei diritti umani nonché gli impatti negativi sui diritti umani e gli impatti ambientali negativi, siano essi effettivi o potenziali[256]. Il regime prescrittivo incentiva, così, la realizzazione discrezionale di un sistema integrato di monitoraggio, attenuazione e rimozione di effetti negativi, attuando un articolato dettato normativo che si prefigge di ridurre il rischio di eventuali violazioni[257] e che

---

GARCIA, *Reaction CSDDD endorsement brings us 0.05% closer to corporate justice*, in *European Coalition for Corporate Justice*, 15 March 2024, disponibile su *www.corporatejustice.org*.

[248] M. CALLEGARI, *Sostenibilità*, cit., p. 1213.

[249] Considerando n. 16 della Direttiva (UE) 2024/1760.

[250] Considerando n. 31 della Direttiva (UE) 2024/1760.

[251] M. CAPELLI, *Dalla* Corporate sustainability reporting directive *alla* Corporate Responsibility Due Diligence, cit., p. 1173.

[252] F. LAUS, Corporate Sustainability Due Diligence *e amministrazione del rischio*, in *Società*, 2024, p. 917, che richiama, sul punto, con particolare riferimento al rispetto della sicurezza umana, della salute e dell'ambiente quale obbligo giuridico gravante non solo sui pubblici poteri ma anche sugli operatori economici, A. BARONE, *Il diritto del rischio*, Milano, Giuffrè, 2006, p. 65.

[253] F. LAUS, Corporate Sustainability Due Diligence, cit., p. 919.

[254] L'art. 10 della Direttiva (UE) 2024/1760 impone agli Stati membri di provvedere a che ciascuna società effettui periodicamente una valutazione circa l'attuazione delle proprie misure di diligenza al fine non solo di verificare che gli impatti negativi siano individuati adeguatamente e che siano attuate misure preventive o correttive, ma anche di determinare in che misura gli impatti negativi siano stati prevenuti o arrestati o ne sia stata minimizzata l'entità. Lo schema «chiave» è evidentemente contenuto nell'art. 13 della Direttiva (UE) 2024/1760, il quale contempla un dovere di informazione piena a favore degli *stakeholders*, nonché un dovere di consultazione nelle diverse fasi della due diligence di sostenibilità, relativamente alla identificazione degli «impatti negativi effettivi e potenziali», allo sviluppo dei «piani d'azione in materia preventiva e correttivi» e, ancóra, alla adozione di «misure adeguate per fornire riparazione». In tema S. ADDAMO, *Le novità del testo finale della Corporate Sustainability Due Diligence Directive*, cit., p. 1267.

[255] M. CALLEGARI, *Sostenibilità*, cit., p. 1213.

[256] F. LAUS, Corporate Sustainability Due Diligence, cit., p. 920, evidenzia la natura precauzionale e preventiva dell'impianto normativo. Indicazioni di indirizzo in merito alle condizioni di applicazione del principio di precauzione si rinvengono nella Comunicazione della Commissione Europea del 2 febbraio 2000 (Bruxelles, 2.2.2000 COM(2000) 1 final), consultabile su *www.eur-lex.europa.eu*.

[257] M. VENTORUZZO, *Uno sguardo d'insieme alla CS3D: riflessioni preliminari sulla tecnica normativa*, in *Riv. soc.*, 2024, p. 454, evidenzia che la omissione o non adeguata esecuzione delle norme *de quibus* rappresenta, essa stessa, un illecito.

segna il passaggio dal profilo della trasparenza informativa (*soft law*) a quello di norme di condotta cogenti e direttamente sanzionate[258]; la portata del sistema sanzionatorio assimila, infatti, gli obiettivi perseguiti dalla Direttiva a obblighi normativi, donando loro una maggiore concretezza[259].

8. La Direttiva (UE) 2025/794: «*stop the clock*».

La pianificazione di una strategia europea di attenzione - e ambizione - ai profili ambientali e sociali nello svolgimento dell'attività d'impresa, che eleva la società a «veicolo» per il conseguimento della transizione verso un modello di crescita sostenibile[260], manifesta, nell'esperienza delle imprese coinvolte nell'attuazione della regolamentazione sulla sostenibilità, evidenti elementi di criticità, con particolare riguardo: *(i)* a una estrema complessità applicativa della disciplina e i relativi costi di *compliance*; *(ii)* alla mancanza di chiarezza di alcune previsioni e insufficiente coordinamento delle varie discipline europee in tema di sostenibilità; *(iii)* a un potenziale disallineamento del quadro europeo rispetto al quadro internazionale di riferimento; *(iv)* a una differenziazione nelle scelte applicative da parte degli ordinamenti nazionali[261].

Ciononostante, una radicale semplificazione della legislazione sembra minare l'effettività del regime prescrittivo, sebbene nella sua elaborata articolazione, riducendo la portata normativa degli *standards* in materia sociale e ambientale lungo la *supply chain* e compromettendo, peraltro, la competitività e la credibilità economica *long term* del mercato europeo[262].

La maturata consapevolezza della Commissione circa l'impellenza di una semplificazione di vasta portata degli obblighi di *reporting* allo scopo di «rendere più facile fare impresa»[263] sfocia, pertanto, nella pubblicazione, il 26 febbraio 2025, di una proposta legislativa (*Omnibus Simplification Package*) di modifica di alcune disposizioni contenute, per quanto qui di interesse[264], nella Direttiva (UE) 2022/2464[265], nella

---

[258] S. ADDAMO, *Le novità del testo finale della Corporate Sustainability Due Diligence Directive*, cit., p. 1289.

[259] M. CALLEGARI, *Sostenibilità*, cit., p. 1212.

[260] L. CALVOSA, *La* governance *delle società quotate italiane*, cit., p. 310, nt. 5.

[261] ASSONIME, *Atto europeo omnibus in materia di sostenibilità. Osservazioni e proposte, Position Papers* n. 1/2025, pp. 3-4, in *www.assonime.it*.

[262] C. LUISON, *Rendicontazione di sostenibilità: cosa cambia con il pacchetto Omnibus*, in *Ipsoa Quotidiano*, 28 febbraio 2025.

[263] *Omnibus simplification package: OIC sulla proposta legislativa della Commissione UE*, 2 febbraio 2025, in *dirittobancario.it*.

[264] Il pacchetto *Omnibus* disciplina, altresì, una serie di emendamenti applicabili alla normativa di cui al Regolamento (EU) 2023/956 che introduce il *Carbon Border Adjustment mechanism* (CBAM) e al Regolamento (EU) 2021/523 che stabilisce l'*InvestEU Programme*.

[265] Le principali modifiche alla Direttiva (UE) 2022/2464 (CSRD) riguardano: a) una significativa riduzione delle imprese che rientrano nell'àmbito di applicazione della CSRD pari a circa l'80%; b) la eliminazione dell'effetto «a cascata» che coinvolge le imprese più piccole lungo la *supply chain* sottoposte a richieste di rendicontazione eccessive; c) il differimento fino al 2028 del termine di recepimento degli obblighi di rendicontazione per gli Stati membri originariamente previsto per il 2026 e il 2027; d) una riduzione dell'onere di rendicontazione della tassonomia e, dunque, una maggiore flessibilità per le imprese che rientrano nel campo di applicazione della CSRD per le sole attività finanziariamente

Direttiva (UE) 2024/1760[266] e nel Regolamento (UE) 2020/852[267], tenuto conto altresì della non omogeneità nel recepimento della disciplina interessata, circostanza che avvalora la complessità del quadro normativo[268].

L'approccio legislativo è orientato a favorire una evoluzione graduale del mercato, così da alleggerire il carico burocratico, senza però rinunciare alla qualità della rendicontazione *environmental, social and corporate governance*[269]. Gli emendamenti contenuti nel pacchetto *Omnibus* mirano essenzialmente alla riduzione delle criticità concernenti i requisiti imposti dall'Unione europea in àmbito societario per favorire una transizione sostenibile[270], rafforzando la competitività e la crescita economica e altresì migliorando la proporzionalità nonché l'efficacia dei costi per la realizzazione di tale obiettivo[271]; tuttavia, il susseguirsi frenetico di emendamenti rischia verosimilmente di creare una incertezza normativa a danno degli investimenti.

La visione di «[u]n'Europa più semplice e più rapida» che produca miglioramenti celeri e visibili per i cittadini e le imprese non trova, tuttavia, un fattuale riscontro nella

---

rilevanti, con l'ulteriore possibilità di presentare una relazione supplementare sulle attività; e) un incremento dei finanziamenti per la transizione ambientale delle attività svolte al fine di agevolare le imprese nel percorso verso la sostenibilità; la introduzione di una soglia «*de minimis*» di materialità finanziaria per la rendicontazione della tassonomia in grado di ridurre notevolmente i modelli di riferimento; f) una semplificazione dei criteri DNSH per la prevenzione e il controllo dell'inquinamento legato all'uso e alla presenza di sostanze chimiche; g) l'adeguamento per gli istituti di credito del *Green Asset Ratio* (GAR), quale parametro di valutazione delle imprese allineate alla tassonomia rispetto al totale delle attività coperte nel portafoglio attuale (GAR *stock*) e futuro (GAR *flow*).

[266] Le correzioni maggiormente rilevanti alla Direttiva (UE) 2024/1760 (CS3D) interessano invece: a) una semplificazione degli obblighi di *due diligence* in materia di sostenibilità tale da sottrarre le imprese a costi operativi elevati; b) una riduzione della frequenza delle valutazioni periodiche da annuale a quinquennale, così da ridurre i costi di circa l'80%; c) una limitazione della frammentazione del mercato europeo mediante un incremento dell'armonizzazione dei requisiti di *due diligence* al fine di garantire condizioni di parità nell'intero territorio dell'Unione europea; d) una mitigazione degli oneri risarcitori e dei rischi gravanti sulle imprese, derivanti dalla non conformità, che impattano sugli investimenti; e) la concessione di un arco temporale maggiore per l'applicazione delle nuove disposizioni, parametrato alle dimensioni delle imprese, che prevede tre fasi: *(i)* 26 luglio 2027 alle imprese che detengono più di 5.000 dipendenti e realizzano un fatturato netto annuo (a livello mondiale) superiore a 1,5 miliardi di euro, nonché alle imprese extracomunitarie che generano un fatturato netto superiore a 1,5 miliardi di euro nell'Unione europea; *(ii)* 26 luglio 2028 alle imprese con più di 3.000 dipendenti e un fatturato netto superiore a 900 milioni di euro, nonché alle imprese extracomunitarie che generano tale fatturato netto nell'Unione europea; *(iii)* 26 luglio 2029 a tutte le altre imprese che rientrano nel campo di applicazione delle modifiche.

[267] Il c.d. *Omnibus Simplification Package* si compone di: *(i)* una Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica le direttive 2006/43/CE, 2013/34/UE, (UE) 2022/2464 e (UE) 2024/1760 per quanto riguarda taluni obblighi in materia di informativa sulla sostenibilità delle imprese e di due diligence, disponibile all'indirizzo *www.finance.ec.europa.eu*; *(ii)* una Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica le direttive (UE) 2022/2464 e (UE) 2024/1760 per quanto riguarda le date a partire dalle quali gli Stati membri devono applicare taluni obblighi in materia di informativa sulla sostenibilità delle imprese e di due diligence e precisa ulteriori misure; la documentazione è consultabile all'indirizzo *www.finance.ec.europa.eu*; *(iii)* un *Taxonomy Delegated Act*, che comprende emendamenti al *Climate Delegated Act* (Regolamento delegato (UE) 2021/2139 della Commissione), al *Disclosures Delegated Act* (Regolamento delegato (UE) 2021/2178 della Commissione) e all'*Environmental Delegated Act* (Regolamento delegato (UE) 2023/2486 della Commissione).

[268] Documento OIC su Proposta *Omnibus*, 4 febbraio 2025, p. 1, in *dirittobancario.it*.

[269] L. NACA, *Pacchetto Omnibus: così l'Europa semplifica il reporting ESG*, in *Il sole 24 ore*, 8 aprile 2025.

[270] *Pacchetto Omnibus: adottate le modifiche a CSRD e CSDDD*, 26 febbraio 2025, in *dirittobancario.it*.

[271] Commission staff working document, Brussels, 26.2.2025 SWD(2025) 80-81 final, p. 5, consultabile all'indirizzo *www.commission.europa.eu*.

pubblicazione in Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea del 16 aprile 2025 della Direttiva (UE) 2025/794[272].

Il meccanismo «*stop the clock*» del pacchetto *Omnibus* I, invero, rinvia: *(i)* di due anni, e segnatamente «per gli esercizi con inizio dal 1° gennaio 2028 o in data successiva», l'applicazione degli obblighi di cui all'art. 5, par. 1, della Direttiva (UE) 2022/2464 (CSRD) per le grandi imprese che non hanno ancóra avviato la rendicontazione e le PMI quotate; *(ii)* di un anno, e segnatamente «per gli esercizi con inizio dal 1° gennaio 2027 o in data successiva», il termine di recepimento e la prima fase dell'applicazione, per le imprese più grandi, l'applicazione degli obblighi di cui all'art. 37, par. 1, commi 1 e 2, della Direttiva (UE) 2024/1760 (CS3D)[273]. L'intesa raggiunta in un arco temporale così ravvicinato alla pubblicazione della preliminare proposta sembra così voler concedere al legislatore europeo tempo ulteriore al fine di apportare modifiche sostanziali alla disciplina in materia di sostenibilità, verosimilmente anche sulla base del recepimento delle tendenze strategiche degli emittenti rispetto alla evoluzione normativa in atto.

[272] Direttiva (UE) 2024/1760 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 aprile 2025, che modifica le Direttive UE 2022/2464 e (UE) 2024/1760 per quanto riguarda le date a decorrere dalle quali gli Stati membri devono applicare taluni obblighi relativi alla rendicontazione societaria di sostenibilità e al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità; la documentazione è consultabile su *www.eur-lex.europa.eu*.

[273] *Pacchetto Omnibus I: in GU UE la direttiva "stop the clock"*, 16 aprile 2025, in *dirittobancario.it*.

Sezione II

L'IMPATTO DELLA NORMATIVA EUROPEA IN ITALIA

SOMMARIO: 1. Il recepimento della Direttiva 2014/95/UE in Italia. – 1.1. (*segue*) La descrizione delle politiche in materia di diversità e il rilievo del Regolamento (UE) 2020/852 nell'informativa non finanziaria. – 2. Le innovazioni accolte dal d. lgs. 10 maggio 2019, n. 49. La remunerazione del *board*. – 2.1. (*segue*) Lo spazio «sociale» degli investitori istituzionali e la trasparenza dei consulenti in materia di voto. – 3. Il contributo dell'autodisciplina nel panorama normativo sulla sostenibilità. Il Codice di *corporate governance*. – 4. Le implicazioni sostenibili di carattere costituzionale. La legge costituzionale n. 1/2022. – 5. Il diritto alla sostenibilità si arricchisce di un ulteriore tassello: il d. lgs. 6 settembre 2024, n. 125.

1. Il recepimento della Direttiva 2014/95/UE in Italia.

Il dibattito sulla *corporate governance* coinvolge plurime fonti normative (anche) nell'ordinamento domestico, concentrandosi diffusamente sulle misure di attuazione della regolazione unionale in materia di sostenibilità[274]. La declinazione degli *input* normativi di estrazione comunitaria nello scenario giuridico interno[275] è, allora, indispensabile per giungere alla definizione di un potenziale (e auspicabile) schema competitivo standardizzato tra emittenti che ricomprenda le variabili non finanziarie tra i profili oggettivamente rilevanti[276].

Il d. lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, che segna il punto di partenza nel processo di integrazione della disciplina europea nel diritto nazionale ai fini che qui interessano, recepisce la Direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014, recante modifica alla Direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e taluni gruppi di grandi dimensioni[277].

La normativa sul «bilancio sociale»[278], cui ha fatto séguito per gli aspetti operativi il Regolamento Consob n. 20267 del 18 gennaio 2018 sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario[279], (ri)propone, limitatamente[280] agli enti di

[274] A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile*, cit., p. 67.

[275] E. RIMINI, *Sostenibilità e nuova* governance, cit., p. 295.

[276] L. DELLA TOMMASINA, *L'attività di reporting negli emittenti quotati: governo societario e politiche non finanziarie*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, t. IV, Milano, Utet, 2022, p. 164 discorre, al riguardo, di «comune paradigma normativo».

[277] Il provvedimento *de quo* è stato abrogato dal d. lgs. 6 settembre 2024, n. 125 (su cui *infra,* in questa sezione, § 5). Il testo è comunque consultabile all'indirizzo *www.gazzettaufficiale.it*.

[278] P. MONTALENTI, *L'interesse sociale*, cit., pp. 316-317, considera l'obbligo di comunicazione di informazioni di carattere non finanziario un tassello fondamentale per la rivisitazione del tema dell'interesse sociale.

[279] Il testo è consultabile su *www.consob.it*.

[280] S. FORTUNATO, *L'informazione non finanziaria nell'impresa socialmente responsabile*, in *Giur. comm.*, 2019, I, pp. 421-422, rileva che la limitazione soggettiva del perimetro applicativo della disciplina rischia di renderne marginale l'impatto.

interesse pubblico[281] e ai gruppi di grandi dimensioni[282], un meccanismo di *comply or explain* caratterizzato dalla volontarietà[283]: non introduce un obbligo concernente l'adozione di politiche socialmente responsabili[284], ma impone una *disclosure* «di carattere non finanziario»[285] nella misura necessaria ad assicurare la (piena) consapevolezza dell'attività d'impresa, in termini di andamento, di risultati e di impatto sul mercato[286]. Esiste, allora, un rapporto «propriamente dialettico» tra informazione non finanziaria e gestione, in quanto, se un corretto flusso informativo è essenziale per adottare una decisione, un obbligo di trasparenza informativa rappresenta a sua volta un incentivo per orientare una scelta[287].

La disciplina sollecita una riflessione da parte dell'ente circa i rischi e le opportunità che discendono da questioni rilevanti[288] connesse a temi ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva,

---

[281] L'art. 16, comma 1, del d. lgs. 27 gennaio 2010, n. 39, definisce «enti di interesse pubblico»: «a) le società italiane emittenti valori mobiliari ammessi alla negoziazione su mercati regolamentati italiani e dell'Unione europea; b) le banche; c) le imprese di assicurazione di cui all'articolo 1, comma 1, lettera u), del codice delle assicurazioni private; d) le imprese di riassicurazione di cui all'articolo 1, comma 1, lettera cc), del codice delle assicurazioni private, con sede legale in Italia, e le sedi secondarie in Italia delle imprese di riassicurazione extracomunitarie di cui all'articolo 1, comma 1, lettera cc-*ter*), del codice delle assicurazioni private.

[282] L'art. 1, comma 1, lett. b), del d. lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, definisce «gruppo di grandi dimensioni»: «il gruppo costituito da una società madre e una o più società figlie che, complessivamente, abbiano avuto su base consolidata, in media, durante l'esercizio finanziario un numero di dipendenti superiore a cinquecento ed il cui bilancio consolidato soddisfi almeno uno dei due seguenti criteri: 1) totale dell'attivo dello stato patrimoniale superiore a 20.000.000 di euro; 2) totale dei ricavi netti delle vendite e delle prestazioni superiore a 40.000.000 di euro».

[283] G.B. PORTALE, *Diritto societario tedesco*, cit., p. 606. M.L. PASSADOR, F. RIGANTI, *Less is more in the age of information overload: the paradigm shift from a shareholder to a stakeholder oriented market*, in *New York University Journal of Law & Business*, 2019, p. 650, condividono l'impostazione, sottolineandone l'efficacia: «ESG disclosure should be regulated under a "comply-or-explain" approach rather than a "rulebased" one».

[284] R. ROLLI, *L'impatto dei fattori ESG*, cit., p. 49. A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile*, cit., p. 123, chiarisce che il d. lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, non obbliga, di per sé, gli amministratori ad adottare strategie che mitighino i rischi connessi ai fattori ESG a cui l'impresa è genericamente esposta, ma si limita a introdurre un dovere di trasparenza di mercato che afferisce a tali materie. J.M. EMBID IRUJO, *Responsabilità sociale d'impresa e disciplina dei gruppi di società*, in M. CASTELLANETA, F. VESSIA (a cura di), *La responsabilità sociale d'impresa tra diritto societario e diritto internazionale*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2019, p. 45, considera la «filantropia d'impresa» come «la forma più elementare» di attuazione delle politiche socialmente responsabili dell'impresa.

[285] C. ANGELICI, *Divagazioni*, cit., p. 3, discorre, al riguardo, di una «manifestazione normativa» che richiama il dibattito sulla responsabilità sociale d'impresa. G. STRAMPELLI, *L'informazione non finanziaria*, cit., p. 212, valuta positivamente la definizione di una disciplina dell'informazione di sostenibilità, osservando, al riguardo, che l'assenza di un sistema unitario di *disclosure* non finanziaria pregiudica l'individuazione di una «condivisa classificazione delle attività sostenibili».

[286] E. BELLISARIO, *Rischi di sostenibilità e obblighi di* disclosure: *il d.lgs. n. 254/16 di attuazione della dir. 2014/95/UE (d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254 di attuazione della dir. 2014/95/UE)*, in *Nuove leggi civili*, 2017, p. 20, segnala l'insufficiente trasparenza, sia sotto il profilo quantitativo che qualitativo, delle informazioni di carattere non finanziario, circostanza che ostacola l'adeguato soddisfacimento delle esigenze degli investitori e dei portatori di interesse.

[287] C. ANGELICI, *Sul caleidoscopio dell'informazione*, in P. MARCHETTI, F. GHEZZI, R. SACCHI (a cura di), *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, p. 323.

[288] S. FORTUNATO, *L'informazione non finanziaria*, cit., p. 419, sostiene che la divulgazione delle informazioni non finanziarie «solleva una delicata questione di *trade-off* tra costi e benefici».

tenuto conto delle attività e delle caratteristiche dell'impresa; richiede, altresì, che siano descritti: *(i)* il modello aziendale di gestione ed organizzazione delle attività eventualmente adottati; *(ii)* le politiche praticate, comprese quelle di dovuta diligenza, i risultati conseguiti nonché i relativi indicatori fondamentali di prestazione di carattere non finanziario; *(iii)* i principali rischi, generati o subiti, che derivano dall'attività, dai prodotti, servizi o rapporti commerciali[289], ivi incluse le modalità di gestione degli stessi[290]. La comunicazione di carattere non finanziario deve contenere, ancóra, informazioni riguardanti: a) l'utilizzo di risorse energetiche, distinguendo fra quelle prodotte da fonti rinnovabili e non rinnovabili, e l'impiego di risorse idriche; b) le emissioni di gas ad effetto serra e le emissioni inquinanti in atmosfera; c) l'impatto, ove possibile sulla base di ipotesi o scenari realistici anche a medio termine, sull'ambiente nonché sulla salute e la sicurezza; d) aspetti sociali e attinenti alla gestione del personale, incluse le azioni poste in essere per garantire la parità di genere, le misure volte ad attuare le convenzioni di organizzazioni internazionali e sovranazionali di settore, e le modalità con cui è realizzato il dialogo con le parti sociali; e) rispetto dei diritti umani, le misure adottate per prevenirne le violazioni, nonché le azioni poste in essere per impedire atteggiamenti e/o azioni comunque discriminatori; f) lotta contro la corruzione sia attiva sia passiva, con indicazione degli strumenti a tal fine adottati[291]. Con la finalità di sottrarre la trasmissione dell'informativa extra-finanziaria[292] a mere esercitazioni letterarie di «*window dressing*»[293], l'art. 3, comma 3, del d. lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, regolamenta, inoltre, l'impiego di «metodologie e principi» in coerenza allo *standard* di rendicontazione utilizzato[294], «strumenti quantitativi», dunque, e non mere «descrizioni contenutistico-qualitative»[295].

La responsabilità di garantire che la relazione sia redatta e pubblicata in conformità alle previsioni dettate *in subiecta materia* grava sull'organo amministrativo[296], chiamato

---

289 Cfr. l'art. 3, comma 1, del d. lgs. 30 dicembre 2016, n. 254.

290 L'art. 1, comma 1073, della legge 30 dicembre 2018, n. 145 (legge di bilancio 2019), modifica l'art. 3, comma 1, lett. c), del d. lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, «al fine di rafforzare la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità»; il testo è reperibile sulla Gazzetta Ufficiale all'indirizzo *www.gazzettaufficiale.it*.

291 Cfr. l'art. 3, comma 2, del d. lgs. 30 dicembre 2016, n. 254.

292 R. ROLLI, *L'impatto dei fattori ESG*, cit., p. 48.

293 P. MONTALENTI, *L'interesse sociale*, cit., p. 317, evidenzia che le informazioni non finanziarie si traducono in informazioni al mercato.

294 Con riferimento alle metodologie di rendicontazione, la scelta operata dal legislatore italiano è più ampia rispetto alle disposizioni della Direttiva 2014/95/UE, in quanto non considera vincolante il ricorso a *standards* diffusi a livello nazionale o internazionale; invero, l'art. 3, comma 4, del d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, consente anche l'impiego di «una metodologia di rendicontazione autonoma» purché adeguatamente descritta e motivata. Se, dunque, la scelta circa lo *standard* e/o la metodologia di rendicontazione da adottare è libera, l'indicazione dello *standard* e/o della metodologia è, invece, obbligatoria; in tema E. BELLISARIO, *Rischi di sostenibilità e obblighi di* disclosure, cit., p. 34. Diversamente orientata, S. BRUNO, *Dichiarazione "non finanziaria" e obblighi degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 1000, la quale considera tale flessibilità «discutibile» e «in contrasto» con la Direttiva; cfr. altresì S. FORTUNATO, *L'informazione non finanziaria*, cit., p. 423.

295 P. MONTALENTI, *La nuova società quotata*, cit., p. 19.

296 L'organo di controllo, nell'àmbito dello svolgimento delle funzioni ad esso attribuite dall'ordinamento (art. 2403 c.c. e art. 149 t.u.f.), vigila sull'osservanza delle disposizioni; cfr., sul punto, l'art. 3, comma 7, del d. lgs. 30 dicembre 2016, n. 254.

ad accertare l'incidenza delle informazioni non finanziarie, oltre che i rischi derivanti da una mancata considerazione dei fattori sociali e ambientali[297], e a comunicarne al mercato i risultati con diligenza e professionalità[298]; lo *standard* comportamentale preteso si antepone, invero, alle prescrizioni della NFRD[299], richiedendosi per l'espletamento di tale attività un certo grado di perizia[300], intesa come esatta attuazione delle regole tecniche che contraddistinguono l'azione[301].

L'art. 3, comma 8, del d. lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, regola, tuttavia, in casi eccezionali, la possibilità per l'ente di tacere informazioni sensibili inerenti a sviluppi imminenti ovvero a operazioni in corso di negoziazione, laddove la loro circolazione possa compromettere gravemente la posizione commerciale dell'impresa; l'omissione richiede un procedimento specifico che include una deliberazione motivata dell'organo amministrativo e il parere vincolante dell'organo di controllo. Pertanto, la mancata segnalazione non è mai consentita quando possa pregiudicare una comprensione corretta ed equilibrata dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati nonché degli impatti prodotti dalla sua attività[302].

Il regime applicabile in caso di omissioni ovvero irregolarità prevede l'irrogazione di sanzioni amministrative pecuniarie[303] a carico dei soli amministratori, dei componenti dell'organo di controllo nonché dei soggetti incaricati della verifica delle dichiarazioni non finanziarie[304] ma non contempla alcuna responsabilità dell'ente[305]. Per l'accertamento e l'applicazione delle sanzioni è competente la Consob[306] secondo quanto sancito dalle disposizioni previste dagli artt. 194-*bis*, 195, 195-*bis* e 196-*bis* del

---

297 Giustifica in tal senso l'introduzione di un obbligo di trasparenza sulle informazioni non finanziarie S. BRUNO, *Dichiarazione "non finanziaria"*, cit., p. 1012.

298 S. BRUNO, *Dichiarazione "non finanziaria"*, cit., p. 1000; M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria*, cit., p. 993.

299 Il criterio di diligenza richiesto dall'art. 3, comma 7, del d. lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, è più elevato persino rispetto allo *standard* di cui all'art. 2392 c.c., che non contempla espressamente la professionalità, al contrario di quanto previsto dall'art. 2407, comma 1, c.c. per i membri del collegio sindacale; relativamente alla diligenza quale «standard astratto» di comportamento che gli amministratori devono osservare, cfr. F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, Giuffrè, 2004, p. 181; per un approfondimento sul concetto di professionalità «come parametro di valutazione della diligenza» si rinvia a S. AMBROSINI, *Il collegio sindacale*, in P. RESCIGNO (diretto da), *Tratt. Dir. Privato*, t. VI, Torino, Utet, 2013, pp. 277-278.

300 G. MOLLO, *Il sistema di gestione informata nella S.p.a. e la responsabilità degli amministratori deleganti*, Torino, Giappichelli, 2013, p. 142, sottolinea come la diligenza assorba «l'obbligo di essere periti inteso, però, come regola di comportamento che impone l'acquisizione del massimo bagaglio conoscitivo possibile».

301 A. ZANARDO, *Il criterio della diligenza nell'esercizio dell'attività di amministrazione di s.p.a.: considerazioni generali e "declinazioni" applicative*, in G. MERUZZI, G. TANTINI (a cura di), *Le clausole generali nel diritto societario*, Padova, Cedam, 2011, p. 247.

302 In tema D. LENZI, *Sostenibilità delle imprese*, cit., p. 170.

303 L'art. 8, comma 4, del d. lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, fa salva l'ipotesi di falsa dichiarazione, ove è prevista la clausola di salvaguardia penale se il fatto integra una fattispecie di reato.

304 R. ROLLI, *L'impatto dei fattori ESG*, cit., p. 51; E. BELLISARIO, *Rischi di sostenibilità e obblighi di* disclosure, cit., p. 40.

305 D. LENZI, *Sostenibilità delle imprese*, cit., p. 177.

306 Con Delibera n. 20267 del 18 gennaio 2018, la Consob ha adottato il Regolamento di attuazione del d. lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, relativo alla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario, disponibile all'indirizzo *www.consob.it*.

d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (di séguito t.u.f.)[307]; nei confronti delle imprese e dei componenti dei rispettivi organi sociali, così da vigilare sulla correttezza delle informazioni fornite al pubblico, la Commissione può: a) richiedere la comunicazione di notizie e documenti, fissandone le relative modalità; b) assumere notizie, anche mediante la loro audizione, dai componenti degli organi sociali, dai direttori generali, dai dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili societari e dagli altri dirigenti, dai revisori legali e dalle società di revisione legale; c) eseguire ispezioni al fine di controllare i documenti aziendali e di acquisirne copia[308].

L'attuazione di misure di diritto imperativo concernenti la trasparenza delle scelte compiute nell'àmbito dell'attività d'impresa configura un *trend* evolutivo della *governance* societaria, che metabolizza nuovi rischi e opportunità di mercato afferenti alla sostenibilità[309]; la diffusione di dati di carattere non finanziario non altera la finalità, ma il procedimento sotteso all'azione funzionale dell'ente[310].

1.1. (*segue*) La *disclosure* delle politiche in materia di diversità e il rilievo del Regolamento (UE) 2020/852 nell'informativa non finanziaria.

L'art. 10 del d. lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, modifica l'art. 123-*bis* t.u.f. dettato in tema di «[r]elazione sul governo societario» e «assetti proprietari»[311], aggiungendo, al comma 2, la lett. d-*bis*) [312]. L'integrazione del contenuto della relazione[313] contribuisce alla realizzazione di strumenti di «autoprofilatura»[314] imponendo una *disclosure* generale sulle politiche di diversità del *board*[315], in merito alla composizione degli organi di amministrazione e controllo, con particolare menzione ad aspetti quali l'età, la composizione di genere, le disabilità o il percorso formativo e professionale; nonché una descrizione degli obiettivi, delle modalità di attuazione e dei risultati di tali strategie[316]. La società non può, dunque, circoscrivere la divulgazione entro i limiti di una sterile classificazione degli organi di amministrazione e controllo.

---

[307] Cfr. l'art. 8, comma 6, del d. lgs. 30 dicembre 2016, n. 254; in tema G. TROVATORE, *Sull'*enforcement *degli obblighi di sostenibilità*, cit., pp. 618-619, propone una rilevazione statistica delle società con azioni ordinarie quotate sull'*Euronext Milan* che hanno pubblicato una Dichiarazione non finanziaria nel 2022.

[308] Cfr. l'art. 9, comma 3, del d. lgs. 30 dicembre 2016, n. 254.

[309] A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile*, cit., pp. 128-129.

[310] A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile*, cit., p. 133.

[311] La previsione, in origine, è stata introdotta dal d. lgs. 19 novembre 2007, n. 229, in attuazione della Direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto.

[312] S. BRUNO, *Dichiarazione "non finanziaria"*, cit., p. 1000, descrive la modifica dell'art. 123-*bis* t.u.f. come un'azione posta in essere, in conformità all'art. 1, par. 2, lett. d), della Direttiva 2014/95/UE, per impedire violazioni e atteggiamenti discriminatori, con particolare riferimento alla lotta alla corruzione attiva e passiva, nonché al rispetto dei diritti umani.

[313] Il contenuto della relazione di cui all'art. 123-*bis* t.u.f. è stato notevolmente dilatato dalle prescrizioni del Codice di *Corporate Governance* di Borsa Italiana (su cui *infra,* in questa sezione, § 3).

[314] L. DELLA TOMMASINA, *L'attività di reporting negli emittenti quotati*, cit., p. 151.

[315] E.R. DESANA, *Sostenibilità ed equilibrio di genere*, in *Giur. it.*, 2024, p. 1223, include l'art. 123-*bis* t.u.f. tra le prime disposizioni che hanno dato rilievo al tema della sostenibilità all'interno delle società quotate.

[316] L'art. 123-*bis*, comma 2, lett. d-*bis*), t.u.f., è stato da ultimo modificato dall'art. 12, comma 1, lettera b), del d. lgs. 6 settembre 2024, n. 125 (*infra,* in questa sezione, § 5).

I soggetti tenuti alla comunicazione possono indicare le informazioni prescritte in un'apposita sezione della relazione sulla gestione ovvero in una relazione distinta, pur sempre di competenza dell'organo amministrativo, da pubblicarsi comunque congiuntamente alla relazione sulla gestione[317]. L'elaborazione di un *report* dettagliato mira a soddisfare esigenze conoscitive più ampie e articolate rispetto a quelle puramente finanziarie[318], in grado di orientare correttamente investitori e consumatori (*stakeholders* esterni alla società)[319]; sicché, nel caso in cui nessuna politica in materia sia applicata, la società deve motivare in maniera chiara e articolata le ragioni di tale scelta[320]. Se, dunque, il sistema di governo societario rappresenta una «bussola essenziale» per orientare gli investitori[321], la tutela di un elevato *standard* qualitativo dell'informazione assume un significato non esclusivamente interno (*monitoring*) ma altresì esterno, in termini reputazionali e di contendibilità sul mercato. Ciononostante, una specifica ipotesi di esonero dalla divulgazione delle questioni di diversità è correlata a specifici parametri dimensionali. Tali informazioni, invero, possono essere omesse dalle società che, alla data di chiusura dell'esercizio di riferimento, non superino almeno due dei parametri indicati dall'art. 123-*bis*, comma 5-*bis*, t.u.f.: a) totale dello stato patrimoniale 20.000.000 di euro; b) totale dei ricavi netti delle vendite e delle prestazioni 40.000.000 di euro; c) numero medio di dipendenti durante l'esercizio finanziario pari a duecentocinquanta[322].

Le previsioni di cui al d. lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, con particolare riguardo alla trasparenza delle imprese nelle dichiarazioni di carattere non finanziario[323], si completano, altresì, attraverso la descrizione degli indicatori fondamentali di prestazione (*Key Performance Indicators* – KPIs) di impatto ambientale delle imprese non finanziarie di cui al Regolamento (UE) 2020/852[324]. Nella prospettiva di stimare il

---

317 Cfr. l'art. 123-*bis*, comma 3, t.u.f.

318 L. MARCHEGIANI, *Riflessioni su informazione non finanziaria, comunicazione di impresa e fiducia degli* stakeholders, in *ODCC*, 2021, p. 130, attribuisce alla documentazione concernente l'impegno sulla sostenibilità una funzione di trasparenza.

319 D. LENZI, *Sostenibilità delle imprese*, cit., p. 185, riconduce alla dichiarazione contenuta nella relazione sulla gestione la «duplicità» di funzioni tipica del bilancio d'esercizio: *(i)* una «funzione esterna», di informazione dei terzi che interagiscono con l'ente; *(ii)* una «funzione endosocietaria», che si riflette sui profili organizzativi dell'impresa. In proposito, non pare inconferente evidenziare che nessun incarico è espressamente affidato all'assemblea dei soci, che, nonostante mantenga la posizione di destinataria, tra gli altri, delle informazioni ivi contenute, non è tenuta all'approvazione della dichiarazione.

320 E. BELLISARIO, *Rischi di sostenibilità e obblighi di* disclosure, cit., p. 39; E.R. DESANA, *Sostenibilità*, cit., p. 1223.

321 P. MARCHETTI, *Il crescente ruolo*, cit., p. 40.

322 R. RUSSO, *Commento all'art. 123*-bis, in V. CALANDRA BUONAURA (a cura di), *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, Milano, Cedam, 2020, p. 938. L'A. precisa, inoltre, che l'art. 123-*bis*, comma 4, t.u.f. sia stato riformulato dall'art. 10 del d. lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, allo scopo di coordinare il testo della disposizione con il d. lgs. 27 gennaio 2010, n. 39, e di espungere il richiamo all'art. 156, comma 4-*bis*, t.u.f., abrogato. Cfr., sul punto, altresì E. BELLISARIO, *Rischi di sostenibilità e obblighi di* disclosure, cit., p. 39, la quale sottolinea che le modifiche apportate all'art. 123-*bis*, comma 4, t.u.f. discendono dalla necessità di esplicitare che il controllo da parte della società di revisione debba essere limitato a verificare la trasmissione delle informazioni di cui all'art. 123-*bis*, comma 2, lett. a), c), d) e d-*bis*), t.u.f.

323 A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile*, cit., p. 115.

324 Per un approfondimento si rinvia alla disamina sviluppata *supra,* in questo capitolo, sez. I, § 5.1.

livello di armonizzazione dell'attività economica di un'impresa con le azioni considerate positivamente rilevanti in termini di impatto ambientale[325], il testo normativo[326] dispone che qualsiasi impresa soggetta all'obbligo di pubblicare informazioni di carattere non finanziario dichiari al mercato: a) la quota del fatturato proveniente da prodotti o servizi associati ad attività economiche considerate ecosostenibili; b) la quota degli investimenti totali e delle spese relative ad attività o a processi associati ad attività economiche ritenute ecosostenibili[327]. La regolamentazione europea, pertanto, non individua i KPIs da applicare alle imprese finanziarie[328]; più precisamente, tanto per le imprese finanziarie, quanto per le imprese non finanziarie, non definisce i contenuti, le metodologie né le modalità di presentazione delle informazioni da trasmettere al mercato, la cui specificazione è rimessa al Regolamento delegato (UE) 2021/2178[329]. L'atto assolve una funzione cardine in punto di *reporting* di sostenibilità: fissa parametri di valutazione del grado di ecosostenibilità di un investimento oltre che della *performance* economica posta in essere dall'impresa[330].

2. Le innovazioni accolte dal d. lgs. 10 maggio 2019, n. 49. La remunerazione del *board*.

L'attenzione crescente del legislatore nazionale rispetto alla centralità del processo di remunerazione dell'esecutivo, inteso quale componente chiave per bilanciare i processi di adozione delle decisioni strategiche dell'impresa con valori di carattere sociale e ambientale[331], si rinviene nella nuova formulazione dell'art. 123-*ter* t.u.f., innovato dall'art. 3, comma 1, d. lgs. 10 maggio 2019, n. 49[332]. In un contesto sempre

---

325 G. TROVATORE, *Sull'*enforcement *degli obblighi di sostenibilità*, cit., p. 619. T. DI MARCELLO, *Strategia europea sulla finanza sostenibile,* cit., p. 619, rimarca una penalizzazione ingiustificata «[del]le attività con basso e non significativo impatto ambientale» (*low environmental impact activities* o *no significant impact activities*), nonché di «quelle ad impatto ambientale intermedio» (*intermediate environmental performance*), le quali, rientrando nella categoria residuale delle operazioni non uniformate alla tassonomia, «rischiano invero di essere accomunate, sul piano della valutazione da parte dell'ordinamento e del mercato, alle attività con significativo impatto ambientale negativo».

326 Cfr. l'art. 8 del Regolamento (UE) 2020/852.

327 G. STRAMPELLI, *L'informazione non finanziaria*, cit., p. 226, segnala la centralità della connotazione in termini quantitativi dell'informazione di sostenibilità, quale aspetto in grado di favorire la progressiva armonizzazione degli *standards* di rendicontazione non finanziaria.

328 Il riferimento è alle grandi banche, ai gestori di attivi, alle imprese di investimento e alle società di assicurazione. In tema, diffusamente, A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile*, cit., pp. 116-117.

329 *Supra*, in questo capitolo, sez. I, § 5.1.

330 E. RIMINI, *Sostenibilità e nuova* governance, cit., p. 293.

331 I. CAPELLI, *La sostenibilità ambientale*, cit., p. 555.

332 Il d. lgs. 10 maggio 2019, n. 49, di attuazione della Direttiva (UE) 2017/828, cui ha fatto séguito il d. lgs. 14 luglio 2020, n. 84, è stato approvato dal Parlamento e pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale del 10 giugno 2019, n. 134, al termine di un complesso *iter* che ha visto l'avvio di una consultazione pubblica del Dipartimento del Tesoro, in data 22 novembre 2018; il testo definitivo introduce nel contesto normativo nazionale significative modifiche che incidono, in misura rilevante, sulla disciplina di cui al d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (t.u.f.); per un primo commento alla normativa si rinvia a P. VALENSISE, I. BUI, *Il recepimento della SHRD 2 ad opera del D.Lgs. n. 49/2019: prime considerazioni in attesa dell'intervento attuativo della Consob*, in *dirittobancario.it*, 2019. Cfr. altresì P. MONTALENTI, *La nuova società quotata*, cit., pp. 21-22.

più consapevole delle ricadute sociali dell'attività d'impresa, la *remuneration policy* si arricchisce di contenuti ulteriori e non-finanziari[333]. La disposizione testé citata consegna al pubblico uno strumento accurato per il monitoraggio dei meccanismi di retribuzione approvati dall'organo amministrativo: un'unica relazione «sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti» articolata in due sezioni distinte che, in esecuzione della Direttiva (UE) 2017/828, contribuisce «alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società»[334], così arginando le pratiche retributive orientate allo *short term*[335].

La prima sezione avente valenza programmatica illustra «in modo chiaro e comprensibile» le procedure utilizzate per l'adozione e l'attuazione della politica societaria in materia di remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche nonché, fermo restando quanto previsto dall'art. 2402 c.c., dei componenti degli organi di controllo. Discostandosi, seppur parzialmente, dal contenuto della SHRD II, la remunerazione del *board* è sottoposta al voto assembleare vincolante[336] e una eventuale deliberazione di rigetto comporta la disapplicazione della strategia adottata, il conseguente obbligo di corrispondere remunerazioni conformi alla politica più recente approvata dall'assemblea (o, in mancanza, alle prassi vigenti) e il dovere di sottoporre al voto una nuova *policy* in occasione della successiva assemblea annuale.

La seconda sezione, invece, nominativamente per i componenti degli organi di amministrazione e di controllo, i direttori generali e, in forma aggregata, per i dirigenti con responsabilità strategiche: a) fornisce un'adeguata rappresentazione di ciascuna delle voci che compongono la remunerazione, compresi i trattamenti previsti in caso di cessazione dalla carica o di risoluzione del rapporto di lavoro, evidenziandone la coerenza con la politica della società in materia di remunerazione relativa all'esercizio di riferimento; b) illustra analiticamente i compensi corrisposti nell'esercizio di riferimento a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma dalla società, da società controllate o collegate, ovvero in esercizi precedenti o successivi a quello di riferimento. L'assemblea generale delibera altresì sulla seconda parte della relazione, ma in tal caso la votazione ha carattere espressamente non vincolante[337].

La documentazione contemplata dall'art. 123-*ter* t.u.f. enuclea, invero, la pianificazione strategica dell'attività d'impresa che il *management* intende perseguire

---

333 I. CAPELLI, *La sostenibilità ambientale*, cit., p. 583.

334 A. LIBERTÀ CREMA, *Note intorno alla nozione di «amministratori investiti di particolari cariche in conformità dello statuto» di cui all'art. 2389, comma 3, c.c.*, in *Riv. soc.*, 2023, p. 495, nt. 63.

335 S. SONNATI, *La trasparenza e la sostenibilità della retribuzione dei top manager tra diritto finanziario,* corporate governance *e profili giuslavoristici*, in *Dir. relaz. ind.*, 2023, p. 721.

336 L'art. 9-*bis* della Direttiva (UE) 2017/828 prevede che le società elaborino una politica retributiva degli amministratori e la sottopongano alla votazione vincolante - altrimenti consultiva - dell'assemblea generale degli azionisti; v. *supra,* in questo capitolo, sez. I, § 4.3.

337 G. PRESTI, *Le politiche di remunerazione*, cit., p. 194, attribuisce alla natura consultiva del voto dell'assemblea generale sulla politica di remunerazione una efficacia vincolante in caso di «voto positivo», in quanto, in tale ipotesi, la società può remunerare i propri amministratori «solo secondo la politica di remunerazione che ha ottenuto l'approvazione dei soci».

attraverso lo strumento della remunerazione, veicolando specifiche informazioni relative finanche alle modalità di implementazione della sostenibilità[338].

L'emendata cornice normativa riserva agli amministratori esecutivi, dunque, ampio margine di discrezionalità nel perseguire finalità lontane dalla «natura egoistica» dell'interesse sociale[339], pur sempre contenuta indirettamente entro i confini della predisposizione di una politica di remunerazione conformata su specifiche istanze ambientali o sociali[340]. Il novellato sistema prescrittivo introduce, ancóra, una limitazione circa la predisposizione delle retribuzioni per speciali incarichi, che devono conformarsi alla *policy* determinata dal consiglio di amministrazione, sulla quale si pronuncia l'assemblea; sicché una remunerazione in contrasto con il vincolo risultante dalla deliberazione è fonte di responsabilità[341]. Più precisamente, l'art. 4 d. lgs. 10 maggio 2019, n. 49, introduce all'art. 192-*bis* t.u.f. il comma 1.1, sanzionando in via amministrativa ogni comportamento posto in essere in violazione delle disposizioni relative alla pubblicazione e al contenuto della relazione sulle politiche di remunerazione e sui compensi corrisposti[342].

2.1. (*segue*) Lo spazio «sociale» degli investitori istituzionali e la trasparenza dei consulenti in materia di voto.

La funzionalizzazione di uno spazio «sociale» riservato agli investitori istituzionali nel sistema societario a tutela di un interesse generale più ampio[343], in grado di produrre effetti indirettamente positivi finanche per la società[344], trova conferma nel dato letterale del novellato art. 124-*quinquies* t.u.f., in forza del quale l'*engagement policy* abbandona una concezione legata alla mera partecipazione sociale per caratterizzare il rapporto tra gestore e beneficiari finali dell'investimento[345]. Le prerogative amministrative connesse alla posizione dell'investitore istituzionale sottendono evidentemente profili di doverosità giuridicamente rilevanti[346], rinvenibili: *(i)* nel monitoraggio delle società partecipate su questioni rilevanti, compresa la strategia, i risultati finanziari e non finanziari nonché i rischi, la struttura del capitale, l'impatto sociale e ambientale e il governo societario; *(ii)* nel dialogo con le società partecipate e con i pertinenti portatori di interesse; *(iii)* nell'esercizio del diritto di voto e degli altri diritti connessi alle azioni. Segnatamente, i gestori professionali devono «adottare e

338 I. CAPELLI, *La sostenibilità ambientale*, cit., p. 574.

339 G. PRESTI, *Le politiche di remunerazione*, cit., p. 205.

340 I. CAPELLI, *La sostenibilità ambientale*, cit., p. 585, nt. 79, discorre di «autoindirizzo» degli amministratori, i quali, predeterminando le scelte di carattere gestorio, elaborano la politica di remunerazione che solo successivamente è approvata dall'assemblea generale dei soci.

341 G. PRESTI, *Le politiche di remunerazione*, cit., pp. 195-196; I. CAPELLI, *La sostenibilità ambientale*, cit., p. 581

342 P. VALENSISE, I. BUI, *Il recepimento della SHRD 2,* cit.

343 A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori istituzionali*, cit., p. 522.

344 T. BAUMS, *Institutionelle Investoren im Aktienrecht*, in *ZHR*, 2019, p. 607.

345 M. MAUGERI, *Sostenibilità ed* Engagement, cit., p. 1354.

346 G. BALP, *Società quotate e partecipazione all'assemblea: per una maggiore apertura all'intervento e al voto a distanza*, in *Riv. soc.*, 2022, p. 209.

comunicare» al pubblico una politica di impegno nonché «le [relative] modalità di attuazione», includendo una descrizione generale del comportamento di voto, una spiegazione dei voti più significativi e del ricorso ai servizi dei *proxy advisors*[347], salva la possibilità di motivare in modo chiaro ed esaustivo le ragioni di una eventuale disapplicazione (*comply or explain*).

L'impostazione normativa provoca una «pressione sociale» sull'intermediario esposto non solo al confronto con il mercato, ma altresì al rischio di un «pregiudizio reputazionale» derivante da una potenziale integrale rinuncia alla politica di impegno[348]. La previsione di un obbligo motivazionale rispetto alle scelte effettuate contribuisce, allora, a ridurre il rischio di condotte opportunistiche degli investitori istituzionali, oltre che a limitare la frequenza di comportamenti «anomali»[349], condotte di *engagement* negligenti ovvero viziate da conflitti di interesse[350]. L'inerzia degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi, peraltro, integra fattispecie di responsabilità sanzionate dall'art. 193-*bis*.1 t.u.f.

La *ratio* implicita all'art. 124-*quinquies* t.u.f concerne, dunque, la tutela di un profilo endosocietario[351] che si manifesta nell'attribuzione di una facoltà tale da innescare un controllo sull'operato dell'ufficio gestorio sollecitato al dialogo[352]. La configurazione normativa di un diritto-dovere ovvero di una funzione[353] in capo al socio-investitore istituzionale incentiva (o, almeno, dovrebbe) una maggiore diligenza e/o efficienza nella conduzione dell'attività d'impresa, replicando, invero, una logica già richiamata dal diritto societario di matrice codicistica e incentrata «sulla modulazione del rapporto potere-rischio»[354].

In un contesto normativo impegnato a stimolare la partecipazione di investitori istituzionali e gestori di attivi nel governo societario[355], si inserisce - come anticipato[356] - la figura dei consulenti di voto; di talché, l'attività prestata dai *proxy advisors* incentiva

---

347 In tema R. ROLLI, *L'impatto dei fattori ESG*, cit., p. 53.

348 M. MAUGERI, *Sostenibilità ed* Engagement, cit., p. 1360.

349 R. LENER, *Il ruolo degli investitori istituzionali e l'assemblea*, in *Analisi giur. econ.*, 2019, p. 514.

350 M. MAUGERI, *Sostenibilità ed* Engagement, cit., p. 1361.

351 G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori con gli azionisti dopo il codice di corporate governance*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, p. 699, individua una funzione di «raccordo informativo» in merito al dialogo con le parti, volta a evitare asimmetrie all'interno dell'organo amministrativo e «a scongiurare la creazione di canali separati di interlocuzione tra singoli consiglieri di amministrazione e certi azionisti».

352 L. ORCIANI, *Controllo gestorio dei soci e parità informativa nelle imprese azionarie*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2024, pp. 156-157, sottolinea la facoltà «o meglio un vero e proprio dovere» in capo ai gestori di dar corso alla richiesta di dialogo degli investitori istituzionali ai sensi del novellato art. 124-*quinquies* t.u.f.

353 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. 358, individua in capo al singolo un potere che, in senso stretto, costituisce una funzione il cui esercizio non è libero; «di qui le terminologie, pure ricorrenti, di poteri-funzione, poteri funzionalizzati o poteri-doveri».

354 E. GINEVRA, *Le società di capitali "aperte", tra codice civile e t.u.f.*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2022, pp. 885-886, ravvisa la logica «più consueta al diritto societario tradizionale» nelle norme del t.u.f. o del diritto del mercato finanziario che guardano ai soci come strumento di prevenzione di condotte azzardate o illecite degli amministratori «fonte di danno diretto per gli emittenti e implicanti il potenziale tradimento degli investitori nonché più in generale il pregiudizio del mercato».

355 G. BALP, *Trasparenza degli investitori istituzionali,* cit., p. 967.

356 Il riferimento è all'indagine svolta *supra,* in questo capitolo, sez. I, § 4.2.

l'intervento anche del legislatore nazionale che introduce all'art. 124-*octies* t.u.f., in attuazione dell'art. 3-*undecies* della Direttiva (UE) 2017/828, specifici obblighi di trasparenza informativa, poteri di *enforcement* e sanzioni pecuniarie[357], al fine (non ultimo) di garantire al pubblico l'accuratezza e l'affidabilità dei servizi offerti.

La disposizione normativa *de qua* responsabilizza i consulenti, imponendo la pubblicazione annuale di una relazione contenente un catalogo minimo di informazioni, in riferimento all'elaborazione professionale di ricerche e alla trasmissione di consigli e raccomandazioni, concernenti: a) le caratteristiche essenziali delle metodologie e dei modelli applicati; b) le principali fonti di informazione utilizzate; c) le procedure messe in atto per garantire la qualità delle ricerche, dei consigli e delle raccomandazioni di voto nonché le qualifiche del personale coinvolto; d) le modalità con cui, eventualmente, tengono conto delle condizioni normative e del mercato nazionale nonché delle condizioni specifiche delle società; e) le caratteristiche essenziali delle politiche di voto applicate per ciascun mercato; f) 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; g) la politica relativa alla prevenzione e alla gestione dei potenziali conflitti di interesse; h) l'eventuale adesione ad un codice di comportamento ovvero l'illustrazione in maniera chiara e motivata delle ragioni della mancata adesione[358].

I *proxy advisors*, nell'àmbito dello svolgimento del servizio richiesto, sono tenuti altresì a comunicare «senza indugio» qualsiasi conflitto di interesse reale o potenziale idoneo ad alterare l'elaborazione delle raccomandazioni di voto[359]. La *disclosure* genera un «duplice livello» informativo[360] che appare funzionale, in primo luogo, ad agevolare una scelta più consapevole del consulente e, in secondo luogo, a favorire l'assunzione di decisioni di voto informate.

3. Il contributo dell'autodisciplina nel panorama normativo sulla sostenibilità. Il Codice di *corporate governance.*

L'autodisciplina rappresenta, all'interno delle dinamiche di *corporate governance*, un meccanismo di promozione di interessi distanti dalla massimizzazione del profitto[361], ancorché coinvolti nell'attività imprenditoriale. Il riformato sistema di *self regulation*, che vede la pubblicazione, nel gennaio 2020, della nuova versione del Codice di *corporate governance*[362], cristallizza la prospettiva sostenibile come elemento di opportunità (oltre

---

357 F. MURINO, *Impegno, monitoraggio e consulenza di voto*, cit., p. 118.

358 In tema R. ROLLI, *L'impatto dei fattori ESG*, cit., p. 54.

359 G. BALP, *Trasparenza degli investitori istituzionali,* cit., p. 971, segnala la genericità della formulazione della disposizione normativa, che non chiarisce né le modalità né la tempistica della comunicazione.

360 L. DELLA TOMMASINA, *L'attività di reporting negli emittenti quotati,* cit., p. 172.

361 G. SCHNEIDER, *L'interesse sociale nelle società digitali: dalla* corporate social responsibility *alla* corporate digital responsibility, in M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA, Governance *e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, t. I, Torino, Giappichelli, 2022, p. 361.

362 Il nuovo Codice è il risultato del lavoro del Comitato per la *Corporate Governance* - costituito, nell'attuale configurazione, nel giugno del 2011 ad opera delle Associazioni di impresa (ABI, ANIA, Assonime, Confindustria), Borsa Italiana S.p.A. e l'Associazione degli investitori professionali

che come potenziale rischio) della gestione societaria[363]. Alla legislazione di *hard law,* che resta essenziale, si affiancano previsioni non vincolanti potenzialmente idonee ad acquisire un impatto prescrittivo[364] di «induzione all'adempimento»[365]: il Codice, la cui «adesione è volontaria[366] ed esplicitata nella relazione sul governo societario e gli assetti proprietari»[367], è eminentemente strumento di *soft law*[368].

Il conseguimento di un modello di «capitalismo sostenibile» presuppone un equilibrio tra strumenti concorrenti - disciplina e autodisciplina[369] - in considerazione della innata predisposizione evolutiva del concetto di sostenibilità, intrinsecamente dinamico[370]. L'autoregolamentazione sembra collocarsi all'interno di un sistema di privatizzazione della fonte normativa[371] inteso alla realizzazione di un mercato efficiente, in grado di tutelare gli investimenti collegati ai titoli quotati all'interno di una sede determinata, la quale si rivela in tal modo fonte di specifico affidamento anche in relazione alla qualità dei suoi contenuti[372].

Il Codice «sprovincializzato»[373] si articola in princìpi, che definiscono gli obiettivi di una buona *governance*, e in raccomandazioni, che indicano i comportamenti giudicati *ex ante* idonei alla attuazione degli obiettivi medesimi, così delineando una logica di semplificazione e razionalizzazione finalizzata ad attribuire rilevanza a un'esigenza di

(Assogestioni) - e si rivolge a tutte le società con azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario (MTA) gestito da Borsa Italiana. Sul punto cfr. E. GINEVRA, *Il Codice di* Corporate Governance: *Introduzione e Definizioni (con un approfondimento sul "Successo sostenibile")*, in *Riv. soc.,* 2023, p. 1017, il quale evidenzia la «vocazione universale» del Codice di *corporate governance* che si «autoqualifica [...] come compendio normativo» per la totalità delle società con azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario gestito da Borsa Italiana.

363 P. MONTALENTI, *Il nuovo* Codice di Corporate Governance, in *RCG*, 2021, p. 40; N. ABRIANI, *La corporate governance responsabile e sostenibile*, in *RCG*, 2022, p. 3; A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile*, cit., p. 150.

364 S. ROSSI, *I codici etici di impresa*, in P. MONTALENTI, M. NOTARI (a cura di), *La nuova società quotata: tutela degli* stakeholders*, sostenibilità e nuova* governance, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022, pp. 85-86; A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile*, cit., p. 151; L. CALVOSA, *La sfida della sostenibilità*, cit., p. 18.

365 P. MONTALENTI, *Il nuovo* Codice, cit., p. 41.

366 Alla fine del 2023, il 97% delle società italiane con azioni quotate sul mercato Euronext Milan (EXM) dichiara formalmente di aderire al nuovo Codice di *Corporate Governance*; la scelta di non aderire è, pertanto, limitata a pochi casi (7 società) ed è generalmente motivata dalle ridotte dimensioni degli emittenti. In tema si rinvia alla Relazione Annuale 2024 sull'evoluzione della *corporate governance* delle società quotate (12° Rapporto sull'applicazione del Codice di Autodisciplina), p. 97, redatta dal Comitato per la *Corporate Governance* e disponibile all'indirizzo *www.borsaitaliana.it*.

367 La volontarietà dell'adesione al Codice da parte degli emittenti è formalmente sancita nel secondo capoverso dell'*Introduzione,* consultabile all'indirizzo *www.borsaitaliana.it.*

368 In termini E. GINEVRA, *Il Codice di* Corporate Governance, cit., p. 1025.

369 A. SCOTTI, *I codici di condotta tra mercato, impresa e contratto*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2019, p. 21, evidenzia, in contrapposizione alle tesi che negano il valore giuridico dei codici di condotta, che le norme statali e le norme autodisciplinari non si sovrappongono, «ma sono destinate a coesistere nel reciproco ambito».

370 L. CALVOSA, *La sfida della sostenibilità*, cit., p. 18, equipara l'evoluzione del concetto di sostenibilità all'evoluzione delle *best practices* di matrice volontaria.

371 G. STRAMPELLI, Soft law *e fattori ESG: dai codici di* corporate governance *alle* corporate *e* index guidelines, in *Riv. soc.,* 2021, p. 1119, discorre di «new privatization dynamic».

372 E. GINEVRA, *Il Codice di* Corporate Governance, cit., p. 1024.

373 N. ABRIANI, *Il nuovo Codice di Corporate Governance*, in P. MONTALENTI, M. NOTARI (a cura di), *La nuova società quotata: tutela degli* stakeholders*, sostenibilità e nuova* governance, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022, p. 128. F. CUCCU, *La (in)sostenibilità,* cit., p. 239, definisce il Codice «un sistema di regole che nasce dal mercato».

prevalenza della sostanza sulla forma[374] improntata alla flessibilità e alla proporzionalità (*shorter and sharper*)[375]: *(i)* l'emittente può, in concreto, disattendere i criteri contenuti nelle raccomandazioni (*comply or explain*) nella misura in cui la mancata applicazione sia giudicata non funzionale ovvero risulti incompatibile con il suo modello di *governance*»[376], indicandone le ragioni nella relazione sul governo societario, quale informazione non eludibile; *(ii)* l'autodisciplina segue una potenziale diversa vigenza parametrata sulle caratteristiche dell'emittente, qualificabile come «grande» ovvero a «a proprietà concentrata»[377].

Il Codice di *corporate governance*, inserendosi in un *trend* normativo europeo nella medesima direzione[378], introduce il concetto di «successo sostenibile» quale obiettivo della gestione che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo periodo a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli *stakeholders* altri rilevanti per la società[379], e che assume verosimilmente lo *status* di «dovere generale» di orientamento del *management*[380]. L'architettura della novellata regolamentazione comprende, dunque, due segmenti: *(i)* un orizzonte temporale - «nel lungo termine» - entro il quale valutare il rendimento (finanziario) della gestione, che non vuole essere circoscritto a visioni speculative ma intende garantire la continuità dell'emittente; *(ii)* la necessità di considerare l'eterogeneità degli interessi coinvolti[381] e, dunque, la compatibilità dell'organizzazione produttiva con le istanze sociali e ambientali, quale parametro integrativo di condotta degli amministratori[382], chiamati a «istituzionalizzare» un coinvolgimento degli *stakeholders* nella *governance* dell'impresa[383].

Il Codice assegna, ancóra, all'organo amministrativo una funzione di indirizzo strategico, ravvisabile nella definizione e monitoraggio di un «sistema di governo societario più funzionale allo svolgimento dell'attività dell'impresa e al perseguimento

---

374 La rilevanza di esigenze di natura sostanziale è direttamente esplicitata nel quinto capoverso dell'*Introduzione* del Codice, consultabile all'indirizzo *www.borsaitaliana.it.*

375 N. ABRIANI, *Il nuovo Codice di Corporate Governance*, in *Riv. dir. soc.*, 2022, p. 260.

376 E. GINEVRA, *Il Codice di* Corporate Governance, cit., p. 1031.

377 P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, p. 270.

378 E. GINEVRA, *Il Codice di* Corporate Governance, cit., p. 1039, sottolinea che il «successo sostenibile» si colloca in un contesto normativo sovranazionale che accomuna fonti sia di *hard law* che di *soft law*. N. CIOCCA, *Sostenibilità dell'attività d'impresa e doveri degli amministratori*, in F. MASSA (a cura di), *Sostenibilità. Profili giuridici, economici e manageriali delle PMI italiane*, Torino, Giappichelli, 2019, p. 80, discorre di «richiamo corale» delle istituzioni internazionali alla sostenibilità.

379 P. MONTALENTI, *La nuova società quotata*, cit., p. 31, sottolinea la rilevanza della specificazione «per la società» ai fini della determinazione del perimetro degli *stakeholders* rilevanti, «non già in termini assoluti e generici, ma da individuarsi nell'area di operatività della società».

380 P. MONTALENTI, *Il nuovo* Codice, cit., p. 45, sottolinea che il concetto di «successo sostenibile» non può essere considerato come mera indicazione «*wishfull thinking*»; solleva dubbi sugli obiettivi e sul ruolo dei codici di autodisciplina successivamente «[alla] indicazione del successo sostenibile come obiettivo del consiglio di amministrazione» che «determina un radicale mutamento di orizzonte» G. STRAMPELLI, Soft law *e fattori ESG,* cit., p. 1102. In termini non dissimili v. pure M. STELLA RICHTER JR., *Il "successo sostenibile" del Codice di corporate governance. Prove tecniche di attuazione*, 5 febbraio 2021, in *dirittobancario.it*, secondo il quale «la realtà è che "successo sostenibile", *sustainability*, *longterm*, *et similia* non sono di per loro formule idonee a tradursi in regole operative e meccanismi precettivi».

381 M. CAMPOBASSO, *Gli amministratori,* cit., p. 2; P. CUOMO, *Il consiglio di amministrazione e la gestione dell'impresa nel codice di* corporate governance, in *Riv. soc.,* 2021, p. 79.

382 E. GINEVRA, *Il Codice di* Corporate Governance, cit., p. 1050.

383 A. CETRA, P. CUOMO, *"Responsabilità sociale"*, cit., p. 177.

delle sue strategie, tenendo conto degli spazi di autonomia offerti dall'ordinamento»[384]; al *board* è affidato un incarico supplementare di «supervisione strategica» e di valutazione della idoneità dello schema adottato ad assicurare una gestione efficiente[385]. Il Codice attribuisce all'organo gestorio il cómpito ulteriore di «defini[r]e la natura e il livello di rischio compatibile con gli obiettivi strategici della società, includendo nelle proprie valutazioni tutti gli elementi che possono assumere rilievo nell'ottica del successo sostenibile della società»[386], che non si traduce in un dovere di identificazione e valutazione dei rischi dell'attività programmata, ma nella scelta del riformatore di armonizzare modelli di comportamento[387].

L'organo collegiale promuove, altresì, un dialogo con gli interlocutori sociali portatori di interessi plurali - *shareholders* (investitori istituzionali e gestori di attivi che adottano una politica di *engagement*) e *stakeholders* (diversi dagli azionisti) - enfatizzando il carattere dialettico-relazionale della gestione dell'impresa su base continuativa[388] e valorizzandone maggiormente la funzione di conduzione e controllo[389]; ciononostante, il Codice pone a carico degli amministratori l'adozione di una *policy* relativa alla comunicazione con i soci, ma non definisce le modalità di dialogo con gli *stakeholders*, lasciando *prima facie* intendere che le specifiche scelte siano pur sempre rimesse alla mera discrezionalità dell'organo gestorio[390], le cui decisioni (estreme) rischiano di essere giustificate semplicemente dall'esigenza di conciliare utilità diverse e potenzialmente contrastanti[391], di fronte a pregiudizi arrecati ai molteplici portatori di interesse[392].

La sede in cui il confronto si instaura è notoriamente extra-assembleare[393], ad eccezione delle ipotesi in cui sono in discussione argomenti particolarmente critici (ad esempio, la revoca degli amministratori)[394] ovvero qualora sia ritenuto necessario per definire un sistema di governo societario più funzionale alle esigenze dell'impresa. In quest'ultimo caso, «l'organo di amministrazione elabora motivate proposte da sottoporre all'assemblea dei soci in merito»[395]; risulta evidente, dunque, una

---

384 Art. 1, Principio III, del Codice di *corporate governance*.

385 N. ABRIANI, *Il nuovo Codice di Corporate Governance*, cit., p. 272.

386 Art. 1, Raccomandazione n. 1, lett. c), del Codice di *corporate governance*.

387 P. CUOMO, *Il consiglio di amministrazione,* cit., p. 94, rileva come questo (nuovo) approccio confermi, in realtà, soluzioni già accolte nelle precedenti versioni del testo.

388 L. ENRIQUES, *Il ruolo dei consigli di amministrazione delle società quotate italiane nell'era della* disruptive innovation, in *Banca impr. soc.*, 2017, pp. 17-18.

389 P. CUOMO, *Il consiglio di amministrazione,* cit., p. 83.

390 A. CETRA, P. CUOMO, *"Responsabilità sociale"*, cit., p. 177.

391 M. STELLA RICHTER JR., Long-Termism, cit., p. 48; M. VENTORUZZO, *Il nuovo codice di Corporate Governance 2020: le principali novità*, in *Società*, 2020, p. 441.

392 S.A. CERRATO, *Appunti per una «via italiana» all'ESG,* cit., p. 96-97, teme in tal senso una espansione incontrollata della *business judgment rule*.

393 G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori*, cit., p. 697, osserva che la previsione del Codice si emancipa dal «momento» assembleare, «che tende a ridursi a momento di espressione del voto»; in senso analogo anche G. STRAMPELLI, Engagement *degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti,* in *Banca borsa tit. cred.,* 2018, I, p. 402;

394 S. ALVARO, M. MAUGERI, G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship,* Quaderni giuridici Consob*,* n. 19/2019, p. 22.

395 Art. 1, Raccomandazione n. 2, lett. b), del Codice di *corporate governance*.

intensificazione delle occasioni di interlocuzione dialettica[396], finalizzata al contemperamento di plurime attese, e una intrinseca dilatazione dei temi oggetto di discussione[397] .

4. Le implicazioni sostenibili di carattere costituzionale. La legge costituzionale n. 1/2022.

Il «successo sostenibile» si inserisce in un *range* strutturato di opzioni per il perseguimento di una rinnovata *governance* dell'impresa che, nell'ordinamento nazionale, risente altresì di implicazioni ambientali e sociali di carattere costituzionale[398], avvertite in modo sempre più pressante[399]: la legge costituzionale 11 febbraio 2022, n. 1, occupa, infatti, una posizione di assoluto rilievo nel quadro legislativo sulla sostenibilità[400], che, in senso lato, diviene «paradigma del diritto societario»[401].

Il novellato art. 9 Cost. prevede che la Repubblica «tutel[i] l'ambiente, la biodiversità e gli ecosistemi, anche nell'interesse delle future generazioni»[402], nozioni che si distinguono ciascuna per un autonomo e indeterminato contenuto concettuale, nessuno dei quali potenzialmente idoneo ad assorbire gli altri[403]. La disposizione introdotta possiede, *rectius* acquista la portata di una «norma di principio»[404] connessa all'esercizio di una funzione[405], che assume l'interesse alla sostenibilità ambientale non solo come valore costituzionale incerto bensì come «materia trasversale» nella quale insistono interessi diversi[406]; ordunque, come sistema (considerato nel suo aspetto dinamico)[407] che incide direttamente sulle scelte imprenditoriali orientando la *governance* secondo logiche di proporzionalità, ragionevolezza e bilanciamento anche - e soprattutto - in una prospettiva intergenerazionale[408], che non può prescindere da una

396 Sulla rilevanza del dialogo extra-assembleare v. *infra*, cap. II, sez. I.

397 M. BIANCHI, M. MILIČ, *Le politiche di* engagement *delle società tra teoria e prassi*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 1324.

398 R. FELICETTI, *Successo sotenibile e doveri degli amministratori*, Bari, Cacucci, 2023, p. 37.

399 E. RIMINI, *Sostenibilità e nuova* governance, cit., p. 296.

400 A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile,* cit., p. 106.

401 L'intuizione è di V. CARIELLO, *Per un diritto costituzionale della sostenibilità (oltre la "sostenibilità ambientale")*, in *Rivista ODC*, 2022, p. 413. Sull'*iter* di «costituzionalizzazione» della tutela ambientale, v. ID, *La funzione sociale della proprietà nelle aree protette*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2005, pp. 29 ss.

402 Art. 9, comma 3, Cost.

403 E. DI SALVATORE, *Brevi osservazioni sulla revisione degli articoli 9 e 41 della Costituzione*, in *Costituzionalismo.it*, 2022, p. 6.

404 R. BIFULCO, *La legge costituzionale 1/2022: problemi e prospettive,* in *Analisi giur. econ.,* 2022, p. 15.

405 E. DI SALVATORE, *Brevi osservazioni sulla revisione degli articoli 9 e 41 della Costituzione*, cit., p. 18.

406 M. CECCHETTI, *La revisione degli articoli 9 e 41 della Costituzione e il valore costituzionale dell'ambiente: tra rischi scongiurati, qualche virtuosità (anche) innovativa e molte lacune*, in *Quad. cost.*, 2021, p. 305, definisce la (nuova) tutela ambientale come «principio fondamentale a carattere oggettivo»; diversamente orientato, sul punto, E. RIMINI, *Sostenibilità e nuova* governance, cit., p. 296, il quale non ravvisa, «sul piano strettamente civil-commercialistico», in capo all'organo gestorio un dovere di perseguire interessi altri rispetto a quelli di coloro che hanno investito capitali di rischio.

407 Corte Cost., 14 novembre 2007, n. 378, in *Giur. cost.*, 2007, p. 6.

408 S.A. CERRATO, *Appunti per una «via italiana» all'ESG,* cit., p. 109. F. FIMMANÒ, *Art. 41 della Costituzione e valori ESG*, cit., p. 782, evidenzia come lo sviluppo possa dirsi sostenibile quando soddisfi

corretta valorizzazione del principio costituzionale di solidarietà in cui la sostenibilità si declina[409]: la sostenibilità diventa «congegno» al servizio della solidarietà costituzionale[410].

L'art. 2 Cost. rappresenta, nel riformato contesto, un limite esterno all'esercizio di diritti individuali[411] e, dunque, il criterio regolatore di interessi potenzialmente confliggenti[412]: è evidente che, nella delineata prospettiva, qualsivoglia «formazione sociale» espressione del coinvolgimento di specifiche esigenze e di precise istanze[413] abbia il dovere di contribuire solidalmente al benessere collettivo[414], pur lasciando stabilmente al centro dell'operato del *management* l'intento lucrativo, contemperato mediante l'adozione di accorgimenti volti a mitigare ragionevolmente (e, dunque, nei limiti di un sacrificio del beneficio tollerabile per i soci) l'eventuale pregiudizio subìto dai beni fondamentali della salute, dell'ambiente, della sicurezza, della libertà e della dignità umana[415].

Il dettato dell'art 41 Cost. si arricchisce di un esplicito riferimento all'ambiente (in corsivo le innovazioni): «L'iniziativa economica privata è libera. Non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno *alla salute, all'ambiente*, alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana. La legge determina i programmi e i controlli opportuni perché l'attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata e coordinata a fini sociali e *ambientali*»[416]. L'integrazione è intervenuta invero sul «potere regolato»[417] della libertà di iniziativa economica, superando la discrasia tra ambiente e sviluppo nell'ottica di tutela delle generazioni future[418] e operando una finalizzazione ultima dell'attività economica[419]. La delimitazione dell'esercizio dell'attività economica

---

i bisogni della generazione presente senza compromettere la possibilità, per le generazioni future, di soddisfare a loro volta i bisogni della vita.

409 G. ALPA, *Solidarietà. Un principio normativo*, Bologna, Il mulino, 2023, p. 275, equipara la sostenibilità a «un cammino *in progress*» rapportando la possibilità espressa dal suffisso del verbo in «-bile» con il termine «possibile» impiegato nel Codice civile, che consente di misurare, al pari della sostenibilità intesa quale «criterio di giudizio», il comportamento di un soggetto sulla base di *standards,* coma la diligenza, declinata nei suoi diversi significati.

410 Così C. CACCAVALE, *Sulla sostenibilità del diritto*, in G. PERLINGIERI, D. MANTUCCI, M. D'AMBROSIO (a cura di), *Dibattito sulle ricerche della dottrina civilistica nel biennio 2017-2018*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2021, p. 275.

411 Sul punto cfr. L. MENGONI, *Fondata sul lavoro: la Repubblica tra diritti inviolabili e doveri inderogabili di solidarietà*, in *Jus – Rivista di scienze giuridiche*, 1998, p. 50, il quale osserva che «tutti [devono] sobbarcarsi, in proporzione delle proprie possibilità, [i]l peso comune costituito dai costi dello stare insieme in società».

412 S.A. CERRATO, *Appunti per una «via italiana» all'ESG,* cit., p. 104.

413 P. RICCI, *L'articolo 41 della Costituzione Italiana e la responsabilità sociale d'impresa*, in *Riv. it. rag. econ. az.*, 2010, pp. 142-143.

414 S.A. CERRATO, *Appunti per una «via italiana» all'ESG,* cit., p. 105.

415 S.A. CERRATO, *Appunti per una «via italiana» all'ESG,* cit., p. 112; E. RIMINI, *Sostenibilità e nuova* governance, cit., p. 297.

416 Critica l'integrazione dei limiti dell'art. 41 Cost., in «un sistema costituzionale che in verità da diversi decenni riconosce nell'ambiente un "valore" costituzionalmente protetto», L. CASSETTI, *Salute e ambiente come limiti «prioritari» alla libertà di iniziativa economica?*, in *Federalissimi.it*, *paper,* 2021, p. 6.

417 A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile,* cit., p. 95.

418 M. PASSALACQUA, *Green deal e transizione digitale. Regolazione di adattamento a un'economia sostenibile*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, p. 40.

419 R. BIFULCO, *La legge costituzionale 1/2022,* cit., p. 23.

soltanto in via indiretta incide sul diritto di libertà, non impattando sugli obiettivi economici prefissati, ma sulle derivanti modalità di realizzazione[420].

La nuova formalizzazione costituzionale declina, allora, uno «Stato di diritto ambientale»[421], in cui manifesta è la connessione sistematica che l'ecologismo reclama tra il pensiero analitico e quello gestalgico, tale da minare la consueta separazione tra scienze umane e quelle naturali[422]. Ciononostante, la salvaguardia della salute e la protezione ambientale, pur intrinsecamente connesse e strettamente funzionali al benessere nonché allo sviluppo individuale e collettivo, non consentono la elaborazione di una «rigida gerarchia costituzionale», dovendosi procedere a una progressiva mediazione e integrazione tra diritti costituzionalmente tutelati (e corrispondenti norme) in relazione a fattispecie concrete[423].

5. Il diritto alla sostenibilità si arricchisce di un ulteriore tassello: il d. lgs. 6 settembre 2024, n. 125.

Il quadro normativo interno in materia di sostenibilità si arricchisce di un ulteriore elemento con la pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale, in data 10 settembre 2024, del d. lgs. 6 settembre 2024, n. 125, in attuazione della Direttiva (UE) 2022/2464 sulla rendicontazione societaria di sostenibilità[424], che abroga il d. lgs. 30 dicembre 2016, n. 254. Il testo legislativo si mostra quasi integralmente sovrapponibile al modello europeo[425].

L'aspetto che *prime facie* emerge dalla introdotta regolamentazione è la volontà di estendere, sfruttando una progressione temporale dell'obbligo, la platea dei destinatari dei doveri di comunicazione sulla sostenibilità; rientrano, invero, nel campo di applicazione della disciplina: le imprese di grandi dimensioni[426]; le piccole e medie

---

420 F. FIMMANÒ, *Art. 41 della Costituzione e valori ESG*, cit., p. 783; E. DI SALVATORE, *Brevi osservazioni sulla revisione degli articoli 9 e 41 della Costituzione*, cit., p. 18.

421 R. BIFULCO, *La legge costituzionale 1/2022,* cit., p. 25. Innegabile è il rafforzamento che la protezione dell'ambiente riceve all'esito della riforma: così, F. VARI, *La novella degli artt. 9 e 41 cost.: spunti sistematici tra protezione dell'ambiente e limiti alla revisione costituzionale*, in *www.ambientediritto.it*, 2023, p. 7, che annovera tale esito tra i profili di particolare rilievo.

422 E. CATERINI, *Sostenibilità ambientale e rapporti civili*, in P. PERLINGIERI, S. GIOVA, I. PRISCO (a cura di), *Cambiamento climatico, sostenibilità e rapporti civili*, Atti del 17° Convegno Nazionale, 11-12-13 gennaio 2024, Università di Roma La Sapienza, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2024, p. 94. Sostiene il fisiologico dialogo tra la scienza ecologica e gli altri rami del sapere anche A. FALZEA, *Natura e Diritto*, in ID., *Ricerche di teoria generale del diritto e di dogmatica giuridica*, *Scritti d'occasione*, t. III, Milano, Giuffrè, 2010, pp. 37 ss.

423 F. FIMMANÒ, *Art. 41 della Costituzione e valori ESG*, cit., pp. 783-784.

424 Attuazione della Direttiva 2022/2464/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022, recante modifica del Regolamento 537/2014/UE, della Direttiva 2004/109/CE, della Direttiva 2006/43/CE e della Direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la rendicontazione societaria di sostenibilità, reperibile all'indirizzo *www.normattiva.it.*

425 A. QUARANTA, *La rendicontazione di sostenibilità non è solo una questione normativa*, in *Ambiente e sviluppo*, 2024, p. 789, teme che la sovrapposizione testuale possa trasformare «principi sacrosanti ispirati alle sostenibilità […] mere (stancamente ripetitive) pratiche burocratiche».

426 L'art. 1, comma 1, lett. n), d.lgs. 6 settembre 2024, n. 125, definisce imprese di grandi dimensioni «le società che alla data di chiusura del bilancio abbiano superato, nel primo esercizio di attività o successivamente per due esercizi consecutivi, due dei seguenti limiti: 1) totale dello stato patrimoniale:

imprese quotate[427]; le imprese di assicurazione che hanno sede legale nel territorio della Repubblica; le imprese di partecipazione assicurativa con sede legale in Italia, che detengono il controllo di una o più imprese di assicurazione ovunque costituite; le imprese di partecipazione finanziaria mista con sede legale in Italia, che detengono il controllo di una o più imprese di assicurazione ovunque costituite, qualora il settore di maggiori dimensioni all'interno del conglomerato finanziario sia quello assicurativo. Non rientrano, invece, nell'àmbito di attuazione la Banca d'Italia, i fondi di investimento alternativi (FIA), gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) nonché le micro-imprese, anche qualora detengano valori mobiliari ammessi alla negoziazione su mercati regolamentati italiani o dell'Unione europea[428].

La rendicontazione di sostenibilità (re)introduce un contenuto nozionistico che subentra alla dichiarazione non finanziaria di cui al d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, rispetto alla quale presenta connotati più ampi e specifici, necessari alla comprensione dell'impatto che l'impresa genera sulle questioni di sostenibilità, nonché del modo in cui fattori ambientali, sociali, relativi ai diritti umani e di *governance* influiscono sull'andamento, sui risultati e sullo *status* dell'ente[429]; la divulgazione in materia di sostenibilità diviene parte integrante della relazione sulla gestione redatta dagli amministratori, redatta in conformità agli *standards* di rendicontazione contenuti negli

euro 25.000.000; 2) ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: euro 50.000.000; 3) numero medio dei dipendenti occupati durante l'esercizio: 250».

[427] L'art. 1, comma 1, lett. m), d.lgs. 6 settembre 2024, n. 125, definisce piccole e medie imprese quotate «le società con valori mobiliari ammessi alla negoziazione su mercati regolamentati italiani o dell'Unione europea che alla data di chiusura del bilancio, nel primo esercizio di attività o successivamente per due esercizi consecutivi, rientrino in almeno due degli intervalli di séguito indicati: 1) totale dello stato patrimoniale: superiore a euro 450.000 e inferiore a euro 25.000.000; 2) ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: superiore a euro 900.000 e inferiore a euro 50.000.000; 3) numero medio dei dipendenti occupati durante l'esercizio: non inferiore a 11 e non superiore a 250».

[428] L'art. 1, comma 1, lett. l), d.lgs. 6 settembre 2024, n. 125, definisce micro-imprese «le società che alla data di chiusura del bilancio non abbiano superato, nel primo esercizio di attività o successivamente per due esercizi consecutivi, due dei seguenti limiti: 1) totale dello stato patrimoniale: euro 450.000; 2) ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: euro 900.000; 3) numero medio dei dipendenti occupati durante l'esercizio: 10».

[429] L'art. 3 d. lgs. 6 settembre 2024, n. 125, unitamente all'art. 4 d. lgs. 6 settembre 2024, n. 125, predispone un elenco minimo - «necessario e sufficiente» - di informazioni: a) una breve descrizione del modello e della strategia aziendale che indichi la resilienza del modello e della strategia d'impresa in relazione ai rischi connessi alle questioni di sostenibilità; le opportunità per l'impresa connesse alle questioni di sostenibilità; i piani dell'impresa, ove predisposti, atti a garantire che il modello e la strategia aziendali siano compatibili con la transizione verso un'economia sostenibile; il modo in cui il modello e la strategia aziendali dell'impresa tengono conto delle istanze dei portatori di interesse e del loro impatto sulle questioni di sostenibilità; le modalità di attuazione della strategia dell'impresa per quanto riguarda le questioni di sostenibilità; b) una descrizione degli obiettivi temporalmente definiti connessi alle questioni di sostenibilità individuati dall'impresa; c) una descrizione del ruolo degli organi di amministrazione e controllo per quanto riguarda le questioni di sostenibilità e delle relative competenze e capacità; d) una descrizione delle politiche dell'impresa in relazione alle questioni di sostenibilità; e) una descrizione delle informazioni sull'esistenza di sistemi di incentivi connessi alle questioni di sostenibilità e che sono destinati ai membri degli organi di amministrazione e controllo; f) una descrizione dei principali rischi per l'impresa connessi alle questioni di sostenibilità; g) una descrizione degli indicatori pertinenti per la comunicazione delle informazioni; in tema A. QUARANTA, *La rendicontazione di sostenibilità,* cit., p. 789; G. OLIVIERI, *Quando la sostenibilità paga. Brevi note su obiettivi ESG e remunerazione degli amministratori di società quotate*, in *Analisi giur. econ.,* 2024, p. 127.

atti delegati emanati dalla Commissione europea, della quale costituisce una sezione appositamente contrassegnata. La rendicontazione di sostenibilità, peraltro, diventa oggetto di un'attestazione di conformità che si sostanzia in una relazione predisposta dal soggetto-revisore incaricato[430]. L'impostazione ultima ancorché meramente facoltativa assegna un ruolo sempre più determinante agli obiettivi di sostenibilità nella definizione delle strategie di *governance*[431], favorendo una valutazione qualitativa oltre che quantitativa delle *performance* degli organi societari e riducendo il *gap* esistente tra informazioni finanziarie e non finanziarie[432].

[430] A. QUARANTA, *La rendicontazione di sostenibilità,* cit., pp. 791 ss., cui si rinvia anche per una analisi critica della documentazione, il cui obiettivo cardine sarebbe quello di evitare di porre «nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica».

[431] G. OLIVIERI, *Quando la sostenibilità paga,* cit., p. 128.

[432] G. STRAMPELLI, *L'informazione non finanziaria*, cit., p. 145, con riferimento alla disciplina europea, considera l'informazione c.d. di sostenibilità come «una componente essenziale» della *disclosure* dal punto di vista dei soci e degli investitori interessati a conoscere il «valore» creato dalle società in cui investono.

CAPITOLO SECONDO

IL COINVOLGIMENTO DEI SOCI-INVESTITORI NELLA *CORPORATE GOVERNANCE*. LA RILEVANZA DEL DIALOGO CON IL *BOARD*

Sezione I

L'INCIDENZA DELL'INFORMAZIONE NELLA *GOVERNANCE* SOCIETARIA: I RIFLESSI ORGANIZZATIVI DEL DIALOGO EXTRA-ASSEMBLEARE

SOMMARIO: 1. L'interazione dei soci con il *management* nello sviluppo sostenibile dell'impresa. – 2. L'informazione come prerogativa riconosciuta al socio in maniera rigidamente egualitaria: l'art. 92 t.u.f. – 3. L'informazione quale «strumento essenziale» del controllo e la (in)sussistenza di un canale informativo a favore del socio «rilevante». – 3.1. (*segue*) La natura privilegiata dell'informazione. – 4. Spazi di ammissibilità della comunicazione selettiva: il divieto di *tipping*, il *market sounding* e la diffusione «individualizzata» di informazioni. – 4.1. (*segue*) L'interpretazione della Corte di Giustizia dell'Unione europea. La portata del requisito della «precisione». –5. La circolazione dell'informazione. Il criterio dell'interesse sociale.

1. L'interazione dei soci con il *management* nello sviluppo sostenibile dell'impresa.

La stratificazione normativa richiamata in tema di sostenibilità[433] definisce, seppur con un certo alone di incertezza, insito nel continuo mutare delle leggi[434], gli obiettivi da perseguire «dalle e nelle imprese», che si traducono in regole di condotta gravanti direttamente sull'articolazione della *corporation* e che incidono in ogni relazione d'affari conclusa e/o da concludersi[435]. Il conseguimento di interessi extra-sociali assegna alla grande impresa, che diventa vettore della «transizione verso un modello di crescita sostenibile»[436], una legittimazione anche politica[437] nel contesto legislativo sovranazionale - e, di riflesso, nazionale - delineando una nuova concezione dei princìpi di corretta gestione societaria.

---

[433] *Supra*, cap. I, sez. I e II, ove ampi riferimenti. G. PERLINGIERI, *In tema di «sostenibilità»*, in *Teoria e prassi del diritto*, 2024, p. 168, osserva che, pur nella consapevolezza dell'essenzialità della nozione di sostenibilità per il progresso materiale e spirituale della società - e, quindi, del diritto - la stessa non deve trasformarsi in una «formula magica» priva di reale contenuto, ma deve servire per riportare l'attenzione sulla rilevanza delle istanze solidaristiche in un contesto, quello del mercato, per troppo tempo immaginato come luogo di realizzazione di interessi soltanto patrimoniali.

[434] In senso non dissimile C. CACCAVALE, *Prassi contrattuale*, in G. D'AMICO (diretto da), *Enciclopedia del diritto, I tematici*, *vol. I, Contratto*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2021, p. 816, il quale osserva che «in una sorta di schizofrenia legislativa, le norme non fanno in tempo a essere emanate che subito vengono abrogate, corrette, modificate, riformulate, integrate, ridimensionate».

[435] P. MARCHETTI, *Il bicchiere mezzo pieno*, cit., p. 342.

[436] L. CALVOSA, *La* governance *delle società quotate italiane,* cit., p. 310, nt. 5.

[437] C. ANGELICI, *Divagazioni*, cit., p. 6.

Lo specifico contenuto della disciplina individua una «gerarchia» tra gli scopi la cui realizzazione è affidata all'azione del *board*[438], in un sistema in cui l'effettività della tutela di istanze (ulteriori) imputabili a soggetti verosimilmente esposti ai risultati dell'attività d'impresa è garantita dalla previsione di (ulteriori) doveri per gli amministratori, presidiati da un parallelo regime sanzionatorio in caso di inadempimento[439]. Nella prospettiva di un «ripensamento organico» dei profili di *governance*[440], lo sviluppo sostenibile - inteso non solo come traguardo, ma, altresì, quale monito dell'iniziativa amministrativa - si traduce in scelte strategiche di vertice relative, dunque, alla conduzione della società[441].

La rimodulazione della funzione destinata in via esclusiva al *plenum*[442] incontra, tuttavia, un limite nella difficoltà di predeterminare un modello unitario di approccio alla sostenibilità, inteso alla stregua di un imperativo categorico di scelta per gli amministratori[443]. La genericità - unitamente a una radicale estensione - relativa al valore semantico da attribuire alla nozione[444], con riferimento al novero degli interessi da soddisfare e, al contempo, tutelare nell'esercizio sostenibile dell'impresa, rischia di rasentare l'incertezza[445]; conseguentemente non agevole è la individuazione di profili oggettivi di responsabilità in caso di mancata ottemperanza allo schema di gestione prefigurato[446], pur sempre interessato al successo dell'impresa molto più in termini di ottimizzazione della redditività - quale «valore» da coltivare e preservare perché in grado di determinare opportunità e svantaggi[447] - che non di gradimento dei soggetti coinvolti[448].

Senonché, l'intreccio di disposizioni legislative, regolamentari e autoregolamentari in continua evoluzione[449] individua un ruolo «sociale» sempre crescente in capo alle parti attente alla determinazione degli obiettivi in funzione dei quali è calibrata la

---

[438] R. SACCHI, *La capacità propulsiva*, cit., p. 596.

[439] M. STELLA RICHTER JR., *Profili attuali dell'amministrazione delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2021, I, p. 418, definisce le grandi imprese «tutori di interessi comuni, generali di gruppi di consociati (anche) estranei alla società».

[440] F. CHIAPPETTA, *Diritto del governo societario*, cit., p. 25.

[441] L. CALVOSA, *La* governance *delle società quotate italiane*, cit., p. 313; M. STELLA RICHTER JR., *Profili attuali*, cit., p. 424.

[442] L. CALVOSA, *La* governance *delle società quotate italiane*, cit., p. 314.

[443] M. CIAN, *Sulla gestione sostenibile e i poteri degli amministratori: uno spunto di riflessione*, in *Rivista ODC*, 2021, p. 1138.

[444] P. MONTALENTI, *Società, mercati finanziari e fattori ESG: ultimi sviluppi*, in *RCG*, 2022, p. 11; A. GENOVESE, *La* "sustainable corporate governance" *delle società quotate. Note introduttive*, in *RCG*, 2022, p. 112.

[445] Sottolinea con spirito critico l'adeguamento «a standard valutativi a volte connotati da un certo livello di astrattezza» in tema di sviluppo sostenibile G. FAUCEGLIA, *Sostenibilità ambientale e crisi d'impresa,* in *Banca borsa tit. cred.,* 2023, I, p. 526.

[446] L. CALVOSA, *La* governance *delle società quotate italiane,* cit., p. 314.

[447] A. SCOTTI, *I codici di condotta,* cit., p. 204.

[448] F. DENOZZA, *Scopo della società e interessi degli* stakeholders, cit., p. 65, evidenzia che la definizione di uno scopo, anche solo in parte, diverso dai *desiderata* dei soci e dalla massimizzazione del patrimonio sociale sia destinato a rimanere «poco più che aria fritta».

[449] Così P. MONTALENTI, S. BALZOLA, *La società per azioni quotata*, in AA.VV., *Le nuove s.p.a.*, Bologna, Zanichelli, 2010, p. 1812.

gestione dell'organo amministrativo[450], che trovano uno spazio adeguato nella definizione di un equilibrio nello sviluppo dell'impresa[451].

Orbene, se la locuzione *corporate governance* involge l'insieme dei criteri posti a fondamento dei processi decisionali all'interno di un'organizzazione complessa, nonché l'insieme dei meccanismi volti a garantire la coerenza delle scelte effettuate con l'assetto di interessi al quale la struttura corporativa deve ambire, è evidente che l'espressione testé invocata faccia riferimento «[a]l modo in cui può essere allocata la competenza decisionale tra soci e amministratori e può essere assicurato un controllo sulla correttezza di tali decisioni»[452].

Il *focus* normativo non è più ancorato alla sola configurazione dei doveri dell'organo gestorio, ma sembra, invece, spostarsi verso una dimensione maggiormente dialettica, in cui il momento decisivo vede protagonista la interazione con il *management*, attraverso un coinvolgimento attivo di *shareholders* (soci-investitori istituzionali) e *stakeholders* (altri) rivolto alla prevenzione non solo di comportamenti opportunistici, ma anche di politiche inopportune, che implicano l'assunzione di rischi eccessivi, nella ricerca di una direzione sostenibile dell'impresa[453]; all'azionista viene concessa la facoltà di confrontarsi direttamente con il *management* della società.

La prassi registra, invero, un mutamento di sensibilità normativa circa la figura dell'azionista, che assegna agli investitori istituzionali una funzione «tipologicamente centrale nell'ordinamento societario e dei mercati»[454] e da cui derivano interlocuzioni con portatori di interesse potenziale, anche diversi dai soci (ma in stretto collegamento con il dialogo con gli azionisti): enti «esponenziali» rappresentativi di azionisti, come le associazioni di soci *retail*; le associazioni di investitori istituzionali; gli obbligazionisti; infine, i *proxy advisors*[455]. L'evoluzione dei mercati finanziari segna un «passaggio dalla comunità dei soci alla comunità degli investitori», modificando profondamente «i capisaldi della cittadella del diritto societario»[456].

È, allora, determinante per gli operatori sociali coinvolti nell'*engagement*, da un lato, e per i soggetti incaricati della gestione societaria, dall'altro, identificare, prima, e bilanciare, poi, i rispettivi interessi al fine di incentivare strategie efficienti di *governance* destinate a preservare la stabilità dell'impresa nel tempo[457], la cui tutela esige e (forse)

---

450 U. TOMBARI, Corporate purpose *e diritto societario*, cit., p. 15, rileva, al riguardo, la superfluità di radicali cambiamenti normativi alla struttura organizzativa dell'impresa.

451 F. DENOZZA, *Rendere lo sviluppo sostenibile e democratico*, cit., pp. 37-38.

452 In termini, M. MAUGERI, Corporate Governance, cit., p. 83.

453 F. DENOZZA, *Scopo della società e interessi degli* stakeholders, cit., p. 73.

454 G. BALP, *I consulenti di voto*, cit., 16.

455 G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori,* cit., pp. 752-753, ove ulteriori riferimenti.

456 Così P. MARCHETTI, *Introduzione ai lavori della sessione pomeridiana*, in M. MAUGERI (a cura di), *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, Università Europea di Roma, 13 dicembre 2013, Milano, Giuffrè, 2015, p. 63.

457 C. TEDESCHI, *La direttiva Shareholder Rights II e il nuovo ruolo degli investitori istituzionali nelle società per azioni quotate: dall'attivismo all'engagement nella prospettiva di efficienza e di continuità dell'impresa,* in *Riv. dir. comm.*, 2020, p. 562, sottolinea come tale potere di orientamento possa discendere dal cumulo di diversi fattori (quali l'esercizio del diritto di voto, la possibilità di sollecitare deleghe di voto, la presenza di propri rappresentanti negli organi societari, la creazione di reti di relazioni e momenti di incontri informali), nessuno dei quali «singolarmente preso è in grado di generare il potere di influsso»; tuttavia, «la loro

legittima un rapporto tra le parti costruito su un dialogo, aperto e costante, che assuma le vesti di uno scambio di informazioni in materia di scelte su sistemi e assetti organizzativi della società[458]. La comunicazione preventiva rischia, però, di interferire con la funzione «di vertice»[459] assegnata all'assemblea nella complessiva architettura organica della realtà azionaria, con ciò alludendo alla manifesta tendenza degli attivisti ad anticipare il confronto con la società e gli amministratori, «trasferendolo dal terreno strettamente assembleare a quello della discussione pubblica, [ancorché] con il duplice scopo di amplificare il proprio potere di pressione e di raccogliere consenso presso gli altri investitori»[460].

La richiamata propensione deroga, dunque, al tradizionale *iter* decisionale dislocandolo a un momento anteriore rispetto alla deliberazione, notoriamente intesa quale epilogo della interazione esclusiva tra amministratori e base sociale. La possibilità di formalizzare la volontà dei soci prima dell'assemblea genera, tuttavia, il rischio di ledere «[la] tutela assicurata alle minoranze», nella specie rappresentata dagli azionisti esclusi dal preliminare confronto; la rigidità di tale impostazione tende, allora, a negare la opportunità di ricorrere all'acquisizione *ex ante* di dati e notizie utili alla individuazione del grado di interesse e/o della preferenza della compagine integralmente considerata[461]. I sistemi di coordinamento extra-assembleare possono essere inquadrati, allora, come strumenti, in alcuni casi, «alternativi», in altri, «integrativi» dell'assemblea - il dialogo, invero, non si sostituisce allo strumento assembleare (non necessariamente le istanze avanzate da un *activist shareholder* si trasferiscono in sede assembleare) - in grado talora di rendere più efficiente o, comunque, di incrementare il (corretto) funzionamento dell'organo deliberativo[462], laddove il confronto pubblico con i soci rappresenti un'alternativa impraticabile[463].

L'efficacia della reciprocità comunicativa con il *board* favorisce la comprensione delle preferenze degli investitori e delle attese che gravitano intorno all'attività e all'organizzazione societaria, in un contesto in cui l'attivazione di un confronto si pone

---

unione consente all'investitore istituzionale di agire per orientare concretamente la gestione della singola società».

458 M. STELLA RICHTER JR., *Profili attuali*, cit., p. 428; ID., *In principio*, cit., 2019, p. 30.

459 V. DONATIVI, *Percorsi di diritto commerciale. Le società*, Milano, Utet, 2024, p. 249, definisce l'assemblea «organo sovrano», in quanto «è la stessa che detta le regole (il *quomodo*) di organizzazione e di funzionamento della società (potendo intervenire, pur nei limiti di legge, sullo statuto), che può addirittura porre fine alla società (l'*an*) (deliberandone l'anticipato scioglimento) o evitarla (ad es., deliberane la proroga in caso di scadenza del termine) e soprattutto perché è dalla stessa che promanano gli altri organi (è l'assemblea che nomina gli amministratori e i sindaci, nel sistema tradizionale o in quello monistico, e che nomina i consiglieri di sorveglianza, che a loro volta nominano i consiglieri di gestione, nel sistema dualistico)».

460 M. EREDE, G. SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento* short-term, cit., p. 934, nt. 9.

461 A. NUZZO, *Il vincolo di voto nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1991, p. 479, ancorché con riferimento ai sindacati di voto, discorre in tal senso di «problema centrale».

462 M. GARGANTINI, *Coordinamento (extra-)assembleare dei soci e azione di concerto nella s.p.a. quotata*, in AA.VV., *Società, banche e crisi di impresa.* Liber amicorum *Pietro Abbadessa*, t. III, Milanofiori Assago, Utet, 2014, p. 2152.

463 In termini S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022, p. 79.

quale «potere giuridico» rispondente a obiettivi di razionalità del mercato da preservare[464].

La «funzionalizzazione» del potere attribuito (anche) agli investitori istituzionali rappresenta, dunque, il punto di congiunzione con gli amministratori nell'àmbito del governo societario[465].

Nelle più recenti linee di indirizzo del legislatore unionale, dunque, l'*engagement* rappresenta la chiave di accesso a una *governance* societaria attenta a interessi diffusi che fanno capo alla collettività. La partecipazione più attiva e consapevole dei soci-investitori istituzionali non si traduce, tuttavia, nell'attribuzione di nuovi diritti o prerogative, ma - ben più limitatamente - nell'invito a un esercizio costante e maggiormente incisivo di poteri o facoltà connaturate alla posizione dell'azionista, e segnatamente: *(i)* nel monitoraggio delle società partecipate su questioni rilevanti, relativamente alla strategia, ai risultati finanziari e non finanziari nonché ai rischi, alla struttura del capitale, all'impatto sociale, ambientale e al governo societario; *(ii)* nel dialogo con le società partecipate; *(iii)* nell'esercizio del diritto di voto e degli altri diritti connessi alle azioni; *(iv)* nella collaborazione con altri azionisti e nella comunicazione con i pertinenti *stakeholders* delle società partecipate[466].

L'ingerenza interlocutoria è suscettibile di ripercuotersi sul sistema di gestione in relazione alle materie che investono il legame comunicativo tra le parti; naturalmente, la scelta del *board* di accogliere positivamente la partecipazione propulsiva degli azionisti, anche sui temi di sostenibilità, nel momento concernente l'elaborazione di una progettualità attinente alla *governance*, non comporta la configurazione di un vincolo impositivo per l'organo collegiale, in quanto le iniziative degli attori dell'intermediazione (*shareholders* e *stakeholders*) sono «necessariamente soggette a un vaglio discrezionale»[467].

2. L'informazione quale prerogativa riconosciuta al socio in maniera rigidamente egualitaria: l'art. 92 t.u.f.

[464] G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori,* cit., p. 714. Cfr., altresì, sul punto E. GINEVRA, *Le società di capitali "aperte"*, cit., p. 884, il quale osserva che il principio di efficienza del mercato dovrebbe tradursi in strumenti rivolti alla effettiva produzione «per le società [di] uno stimolo al miglioramento della propria offerta di strumenti finanziari, ossia della propria stessa organizzazione».

[465] G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori,* cit., p. 727, richiama l'attenzione sull'impostazione accolta dalla Direttiva (UE) 2017/828 (SHRD II), su cui *supra,* cap. I, sez. I, § 4, nonché cap. I, sez. II, § 2.1. Il «governo societario» è, infatti, espressamente menzionato all'art. 3-*octies* della Direttiva (UE) 2017/828 (nonché all'art. 124-*quinquies* t.u.f.) come uno degli aspetti oggetto di *monitoring* da esplicitare nella politica di impegno degli investitori istituzionali; e, ancóra, il «maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo societario» degli emittenti quotati, indicato al Considerando n. 14 della SHRD II, evoca una imprescindibilità di intervento sulle questioni di *governance*, quale elemento chiave «per contribuire a migliorare i risultati finanziari e non finanziari delle società».

[466] L'*engagement* trova, seppur indirettamente, un riscontro legislativo nell'art. 124-*quinquies* t.u.f., su cui *supra,* cap. I, sez. II, § 2.1.

[467] G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori,* cit., p. 729, sottolinea, al riguardo, che la responsabilità delle scelte adottate permane in capo all'organo amministrativo.

Il dibattito europeo sulla *corporate governance*[468] enfatizza, dunque, il ruolo degli azionisti nella struttura societaria, il cui coinvolgimento propositivo diventa fonte di stimolo costante al miglioramento complessivo degli assetti organizzativi dell'impresa[469]; fondamentale si rivela, nel delineato contesto, la *disclosure* con il *board* al fine ulteriore, ma non ultimo, di promuovere il perseguimento degli obiettivi di sostenibilità[470].

Il novellato paradigma valuta non già lo *status* di socio in quanto tale, ma la posizione attiva dell'azionista nel sistema[471].

Nella oggettiva complessità della realtà societaria il «processo informativo» assume un ruolo essenziale[472]. Il corretto esercizio della funzione gestoria giustifica, allora, l'esigenza di una relazione tra soci e amministratori che si sostanzi in una comunicazione, aperta e costante[473], strumentale all'esercizio di un diritto, di una facoltà, di un potere-dovere, di una funzione[474]. L'informazione si manifesta, in tal senso, quale elemento «tecnico-materiale» necessario per l'esercizio di una prerogativa giuridicamente rilevante e tipizzata nonché come declinazione di un diritto del socio: l'insieme dei dati conoscitivi, il correlato processo acquisitivo e distributivo, l'eventuale supporto documentale si inseriscono «ontologicamente» nella fattispecie - diritto, facoltà, potere-dovere o funzione - «sì da divenirne parte integrante, tratto distintivo, elemento qualificante»[475]. La stessa «direzione suprema degli affari», gerarchicamente organizzata, si estrinseca non solo in linee direttrici generali, ma altresì nella verifica dell'efficienza e dell'efficacia dell'azione dei soggetti ivi coinvolti, la cui condotta deve accertarsi anche, relativamente al profilo dell'imputazione dell'elemento soggettivo, sul piano delle eventuali omissioni o carenze nella acquisizione, richiesta e consequenziale valutazione delle informazioni[476].

Il dialogo, inteso quale forma più significativa di coinvolgimento con l'emittente[477], realizza, notoriamente, un trasferimento di informazioni dalla società al socio, assumendo un ruolo cruciale sul piano del governo societario[478] non esclusivamente nei casi di interlocuzione «proattiva», quando, cioè, il *management* richiede e ottiene un confronto con i soci, ma, altresì, nelle ipotesi di interlocuzione «reattiva», in cui il

---

468 Su cui diffusamente *supra*, cap. I, sez. I.

469 In tal senso M. BELCREDI, G. FERRARINI, *Corporate boards, incentive pay and shareholder activism in Europe: main issues and policy perspective*, in AV.VV., *Boards and Shareholders in European Listed Companies*, Cambridge, Cambridge University Press, 2013, p. 25.

470 G. STRAMPELLI, *ESG*, disclosure *di sostenibilità,* cit., p. 828.

471 A. CHILOIRO, *L'informazione societaria e la varietà di tipologie di azionisti*, in *Analisi giur. econ.*, p. 192.

472 P. MONTALENTI, *Socio di controllo, investitori istituzionali, gruppi di società: i flussi informativi*, in *Riv. dir. soc.*, 2018, I, p. 15.

473 Così M. STELLA RICHTER JR., *In principio*, cit., p. 30,

474 Così P. MONTALENTI, *La società quotata: l'evoluzione del testo unico della finanza*, in ID. (a cura di), *Impresa. Società di capitali. Mercati finanziari*, Torino, Giappichelli, 2017, p. 41.

475 P. MONTALENTI, *Socio di controllo*, cit., p. 14.

476 P. MONTALENTI, *Socio di controllo*, cit., p. 15.

477 R. LENER, *Il ruolo degli investitori istituzionali*, cit., p. 508.

478 Il concetto stesso di *engagement* si identifica nel «dialogo informato», inteso come strumento in grado di condurre le parti a un risultato reciprocamente produttivo: così M.J. MALLOW, J. SETHI, *Engagement: the missing middle approach in the bebchuck-strine debate*, in *New York University Journal of Law & Business*, 2016, p. 393.

dibattito è, invece, il risultato di un'attività di impulso degli azionisti[479], venendo in rilievo, in tal caso, profili di doverosità ai sensi dell'art. 124-*quinquies* t.u.f.[480].

Il flusso di dati e notizie che la società predispone a beneficio del pubblico - non esclusivamente a vantaggio degli investitori, ma, più in generale, del mercato[481] - al fine specifico di colmare l'inevitabile *gap* informativo tra «*insiders*» e «*outsiders*»[482] si distingue quale meccanismo di *governance* societaria[483].

La manifestazione di un impegno efficace delle varie parti interessate, in un sistema ideale basato su controlli ed equilibri, si rinviene, dunque, in uno scambio reciproco di informazioni[484], pur nella consapevolezza che non sussistono modelli di *corporate governance* «universalmente validi», siccome ciascuno di essi meglio si conforma a un dato ordinamento e a un dato sistema di rapporti socio-economici «storicamente datati»[485].

L'informazione societaria è strettamente connessa al livello di professionalità degli investitori, le cui esigenze di tutela e le strategie attuabili per la loro soddisfazione variano radicalmente a seconda del grado di complessità delle operazioni condotte dal *board*. La valutazione degli investimenti sovente esula dalle capacità del singolo risparmiatore; orbene, affinché i flussi informativi possano coinvolgere soggetti variamente qualificati, l'informazione deve essere differenziata in funzione dei destinatari[486].

Il criterio della «professionalità» dell'azionista sembra concedere all'emittente, nelle ipotesi di incontro «*proactive*» e/o «*reactive*», la discrezionalità di scegliere se dialogare con soltanto alcuni degli investitori anziché con tutti, venendo così in rilievo una distinzione basata sulla «direzionalità» dell'informazione[487]; non appare convincente, invero, né ipotizzabile una differenziazione basata sull'orizzonte temporale di riferimento dell'investimento, di per sé inidonea a giustificare una deroga al più generale principio della parità di trattamento[488] contenuto nell'art. 92 t.u.f., secondo cui

---

[479] G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori,* cit., p. 739.

[480] *Supra*, cap. I, sez. II, § 2.1.

[481] In tema R. SACCHI, *L'informazione nella e per la assemblea delle società quotate*, in *Analisi giur. econ.*, 2013, pp. 102-103.

[482] A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, Giuffrè, 2003, p. 2, pone l'accento sulla non uniforme distribuzione dell'informazione tra *insiders* e *outsiders*.

[483] S. GILOTTA, *Trasparenza e riservatezza nella società quotata*, Milano, Giuffrè, 2012, p. 34.

[484] C. MOSCA, *Comunicazione selettiva,* cit., p. 34, individua nell'*Action Plan* della Commissione Europea il principale documento di *policy* da cui emerge la stretta relazione intercorrente tra il funzionamento di un modello ideale di *corporate governance* e la partecipazione degli azionisti, su cui *supra*, cap. I, sez. I, § 4.

[485] Così V. BUONOCORE, *Le nuove forme di amministrazione nelle società di capitali non quotate*, in *Giur. comm.*, 2003, I, p. 394.

[486] G. STRAMPELLI, *L'informazione societaria a quindici anni dal t.u.f.: profili evolutivi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2014, pp. 1011-1012, mette in luce l'inadeguatezza degli obblighi informativi in capo agli emittenti e agli intermediari a colmare il *gap* esistente «tra le conoscenze del piccolo investitore e la complessità delle attività finanziarie c.d. strutturate».

[487] L. ORCIANI, *Controllo gestorio dei soci*, cit., p. 60, con riferimento al controllo informativo, distingue ipotesi «*one-way*» quando, cioè, la compagine societaria si limita ad ascoltare gli azionisti da ipotesi «*two-way*» quando, invece, avviene uno scambio di informazioni tra interlocutori attraverso il dialogo.

[488] In tal senso G. STRAMPELLI, *I dialoghi tra amministratori e investitori istituzionali*, in U. TOMBARI (a cura di), *Informazione societaria e* corporate governance *nella società quotata*, Torino, Giappichelli, 2018, p.

gli emittenti assicurano il medesimo trattamento e garantiscono gli strumenti e le informazioni essenziali per l'esercizio dei relativi diritti «a tutti i portatori degli strumenti finanziari» che si trovino in identiche condizioni[489]. La parità di trattamento, che non si confonde con la parità dei diritti[490], individua il proprio campo di applicazione in sede di esecuzione della relazione sociale[491] quale limite alle pretese della maggioranza[492]; tale regola può in sostanza rappresentare il parametro per indirizzare il comportamento dell'emittente e delineare i «concreti obblighi» per gli organi sociali[493], così da precludere l'eventualità che l'asimmetria del rapporto partecipativo possa creare situazioni di squilibrio nelle operazioni di acquisto e/o di vendita di strumenti finanziari[494].

Il principio si estrinseca, allora, nella congruità dello scambio comunicativo tra il socio e l'ente, che incentiva il perseguimento di strategie efficienti volte alla massimizzazione del valore «dell'intera società»[495], così contrastando un prevedibile

123, il quale ritiene che «gli scambi informativi tra gli amministratori e gli investitori istituzionali/soci non siano preclusi dal principio di parità di trattamento».

489 L'art. 92 t.u.f. si colloca in un sistema unitario che evoca un principio di eguaglianza nell'organizzazione societaria di «diritto comune», che si sostanzia nel divieto, indirizzato agli organi sociali, di compiere scelte a vantaggio di alcuni soci e a discapito di altri. In tema P. MASI, sub *art. 92*, in G. F. CAMPOBASSO (diretto da), *Testo Unico della Finanza. Commentario*, Torino, Utet, 2002, pp. 750-751; M. VENTORUZZO, *sub* art. 92, in P. MARCHETTI, L. A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza. Commentario*, t. I, Milano, Giuffrè, 1999, p. 11; S. FABRIZIO, *sub* art. 92, in C. RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il Testo Unico della Intermediazione Finanziaria. Commentario*, Milano, Giuffrè, 1998, p. 543. L'esplicita «legificazione» del principio della parità di trattamento non presenta carattere di novità assoluta, in quanto l'affermazione della regola testé citata trae origine nella legislazione comunitaria e recepisce quanto già disposto dall'art. 17, par. 1, della Direttiva 2004/109/CE secondo cui «[l]'emittente di azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato garantisce parità di trattamento per tutti i possessori di azioni che si trovano in condizioni identiche» nonché dall'art. 18, par. 1, della Direttiva 2004/109/CE a mente del quale «[l]'emittente di titoli di debito ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato garantisce parità di trattamento per tutti i possessori di titoli di debito dello stesso grado per quanto riguarda tutti i diritti inerenti a tali titoli»; il testo è consultabile su *www.eur-lex.europa.eu*.

490 Rileva la distinzione tra «la parità dei diritti e la parità di trattamento secondo quei diritti», definendo quest'ultima come «la parità delle posizioni dei soci o associati e il loro trattamento secondo tali posizioni», G. PASETTI, *Parità di trattamento e autonomia privata*, Padova, Cedam, 1970, p. 70.

491 V. BUONOCORE, *Principio di uguaglianza e diritto commerciale*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 558, distingue tra «parità di diritti», che riguarda il momento della costituzione del rapporto, e «parità di trattamento» che riguarda, invece, l'esecuzione del rapporto.

492 D. PREITE, *L'abuso della regola di maggioranza*, cit., pp. 56-57, esclude una seppur eventuale subordinazione al potere altrui, nella specie quello della maggioranza, che necessita di «un limite minimo e generalissimo».

493 G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2007, p. 205; F. D'ALESSANDRO, *La seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. soc.*, 1987, pp. 6-7, evidenzia come il diritto alla parità di trattamento, diversamente dalla parità dei diritti, «orient[i] o vincol[i]» l'azione comune degli organi sociali nei rapporti interni, «nella zona in cui essa non [sia] già obbligata dalla preesistenza di diritti dei soci».

494 A. GIANNELLI, C. MOSCA, *Flussi informativi tra amministratori e soci nella società quotata, tra ambiguità ed esigenze di disciplina*, relazione presentata al III Convegno nazionale organizzato da Orizzonti del Diritto Commerciale sul tema La Protezione dei Soggetti Deboli tra Equità ed Efficienza, Roma, 10-11 febbraio 2012, p. 34, dattiloscritto consultabile su *www.orizzontideldirittocommerciale.it*.

495 S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo,* cit. p. 215.

vulnus alla democrazia societaria, «che nonostante si presti a possibili eccessi ed abusi [anche in termini di intervento in assemblea] andrebbe regolata anziché repressa»[496].

Circoscrivendo il raggio di analisi alla formulazione letterale della richiamata disposizione normativa, tuttavia, la parità di trattamento sembra destinata essenzialmente ai soci che si trovino nelle medesime condizioni e non anche alla generalità degli investitori; ne consegue che l'interlocuzione tra le parti sociali quasi «istituzionalizza» una restrizione della regola egualitaria secondo cui può esservi un diverso grado di trasparenza societaria a seconda della «tipologia» di soci[497].

Senonché, in questa prospettiva, una legittimazione miope alla diffusione differenziata di informazioni sulla base del diverso peso di soltanto alcuni azionisti si pone in contrasto con l'esigenza di garantire al pubblico indistinto l'accesso a un flusso informativo minimo. Nella direzione indicata sembra muoversi altresì l'art. 1, Principio IV, del Codice di *corporate governance*, il quale 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'art. 1, Raccomandazione n. 1, lett. f), del Codice prevede, inoltre, che l'organo di amministrazione «su proposta del presidente, formulata d'intesa con il *chief executive officer*, adotta e descrive nella relazione sul governo societario 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»[498]. Pur nella consapevolezza del diverso rilievo accordato dal contesto ordinamentale alla differente condizione nella quale si trova il socio di minoranza rispetto al socio «rilevante» ovvero di controllo[499], non pare revocabile in dubbio che tutti gli azionisti, indipendentemente dalla percentuale della loro partecipazione al capitale, debbano godere di un pari diritto a disporre delle notizie concernenti la società, in quanto «in principio sta l'eguaglianza degli azionisti»[500] e, dunque, «qualunque sia l'entità della partecipazione detenuta, eguale sembra essere il contenuto del diritto di informazione del socio»[501].

Il principio paritario, nella sua connotazione relazionale[502], concerne, primariamente, la rimozione di situazioni di disparità attuale oltre che potenziale, con

---

496 M. CAMPOBASSO, *Dalla società per azioni alla società "per caste". Un dialogo a distanza con Alberto Mazzoni sulla tutela del socio e delle minoranze*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2025, I, p. 19.

497 M. CAMPOBASSO, *Dalla società per azioni alla società "per caste"*, cit., p. 24.

498 Per un approfondimento v. *supra*, cap. I, sez. II, § 3.

499 *Infra*, in questa sezione, § 3.

500 Così A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, Giuffrè, 1960, p. 6.

501 F. MUCCIARELLI, *L'informazione societaria: destinatari e limiti posti dalla normativa in materia di* insider trading, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, I, p. 748. Diversamente orientato G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori*, cit., p. 745, secondo cui «[i]n 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. Vi è poi […] il trattamento differenziato, anche sul piano informativo, che può essere riservato al socio di controllo, specie ove eserciti anche attività di direzione e coordinamento».

502 F. MUCCIARELLI, *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 180, mette in risalto la necessità di individuare un parametro di riferimento in base al quale individuare «rispetto a cosa [debba] essere predicata» l'uguaglianza.

specifico riguardo ai diritti - in via diretta o indiretta - di natura patrimoniale[503] in una iniziativa economica comune intercorrente non soltanto tra società e soci, ma, altresì, tra società e «portatori di un valore mobiliare»[504]. Il riferimento è al fenomeno c.d. *insider trading*, che consiste nel porre in essere operazioni su strumenti finanziari sulla base di informazioni rilevanti diffuse «nella maggior quantità e con la maggior tempestività possibile», dunque prima che esse divengano di pubblico dominio. La disparità di trattamento si rinviene, allora, nella posizione ricoperta da alcuni investitori - *insiders* - i quali godono di una situazione di vantaggio informativo che permette loro di realizzare facili profitti sul mercato a danno degli investitori meno informati[505].

La logica sottesa alla suindicata disciplina non si presta a una interpretazione di natura «etica», manifestandosi quale regola la cui funzione risiede nell'assicurare fiducia agli investitori in ordine a esigenze di efficienza e al corretto funzionamento del mercato[506]; l'ideologia si rinviene, piuttosto, nel concetto di *market egalitarianism*, in virtù del quale gli investitori devono essere posti tutti sullo stesso piano in assenza di favoritismi e/o privilegi[507], in un'ottica di valorizzazione delle regole che promuovono altresì la trasparenza e l'efficienza del mercato, funzionale alla corretta valutazione dei titoli emessi[508], nonché «[a]l corretto funzionamento della tutela delle minoranze»[509]. Ancorché «sociologicamente» molto diversi tra loro, i soci-investitori - configurati in via concettualmente preliminare come «cittadini […] di una comunità molto più ampia, che è il mercato mobiliare […] nella quale essi possono liberamente entrare, liberamente spostarsi alla ricerca delle migliori opportunità di investimento e dalla quale possono in ogni momento uscire in modo semplice e rapido» - sono minoranze e sono accomunati in astratto da uno stesso interesse alla valorizzazione del proprio investimento in un mercato trasparente, che tende a coincidere con un interesse generale al corretto funzionamento del mercato, condiviso indistintamente da tutti i partecipanti[510]: «tutela della minoranza e tutela del funzionamento del mercato sono [dunque] due facce della stessa medaglia», esigenze e valori «condannati» a una realizzazione congiunta, «perché esprimenti interessi largamente coincidenti»[511].

Il criterio di salvaguardia così concepito non si configura, dunque, quale risultato di un condizionamento esterno, capace di «entrare in rotta di collisione con l'interesse

---

503 S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo,* cit., *passim*, riconduce il principio di parità di trattamento alla «pari opportunità di guadagno sul mercato» per gli investitori, non escludendo che la regola si estenda anche ad altri tipi di disparità che non determinano - o non determinano direttamente - effetti redistributivi.

504 M. MONTANARI, *Il principio di parità di trattamento fra disciplina del mercato mobiliare e diritto delle società*, in *Giur. comm.*, 1996, I, p. 900.

505 Sul tema v. P. MARCHETTI, *Profili privatistici dell'*insider trading, in C. RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. "L'insider trading"*, Milano, Giuffrè, 1992, 148; R. LENER, P. LUCANTONI, *Il mercato finanziario*, Torino, Giappichelli, 2024, p. 149; diffusamente V. BRUDNEY, *Insiders, Outsiders, and Informational Advantages under the Federal Securities Laws*, in *Harvard Law Review*, 1979, *passim*.

506 M. MAUGERI, *Gruppi di società e informazioni privilegiate*, in *Giur. comm.*, 2017, I, p. 915; G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza*, cit., p. 364.

507 S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo,* cit., pp. 230-231.

508 R. COSTI, *Il Mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 2018, p. 283.

509 M. CAMPOBASSO, *Dalla società per azioni*, cit., p. 20.

510 A. MAZZONI, *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 1998, I, p. 487.

511 A. MAZZONI, *Gli azionisti di minoranza*, cit., p. 488.

sociale», in quanto un interesse riferibile all'impresa ovvero alle aspirazioni di una o più categorie di soggetti (*shareholders* e *stakeholders*) può solo essere «sottordinato» e funzionale al perseguimento del «vero» interesse (sociale)[512].

La parità di trattamento non corrisponde, allora, a un mero valore etico o morale, ponendosi, invero, a presidio della tutela di un ambiente «a beneficio della pubblica economia», così da eludere manovre fraudolente o speculative in grado di riprodurre situazioni di ingiustificata differenziazione tra investitori[513], anche sul piano dell'informazione[514].

Il principio paritario si riverbera evidentemente sul diritto di informazione dei soci, al fine di consentire una imparzialità nell'accesso alle notizie preventive e/o prospettiche[515], relative all'attività dell'impresa societaria[516], senza discriminazione alcuna tra azionisti minoritari e azionisti di controllo[517]. Sicché, le disparità informative rientrano nel novero dei comportamenti vietati dal regime prescrittivo *in subiecta materia*: il diritto di informazione è notoriamente attribuito al socio in maniera rigidamente egualitaria, indipendentemente dal criterio di tipo plutocratico che orienta il riconoscimento e la distribuzione dei principali diritti amministrativi e patrimoniali all'azionista[518].

La portata della regola paritaria merita, tuttavia, di essere (ri)valutata anche con riferimento alla composizione della platea degli investitori, circostanza che rischia di rendere la pretesa di assicurare una corrispondenza informativa in termini assoluti, nell'attuale tessuto socio-economico, una mera affermazione di principio[519]; altresì, un

---

512 A. MAZZONI, *Gli azionisti di minoranza*, cit., p. 488.

513 M. TOLA, *Opa e tutela delle minoranze*, Napoli, Jovene, 2008, p. 86.

514 Sul punto cfr. il Considerando n. 22 della Direttiva 2004/109/CE, secondo cui «[l']informazione continua dei possessori di valori mobiliari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato dovrebbe continuare ad essere basata sul principio della parità di trattamento».

515 La comunicazione preventiva concerne le informazioni trasmesse prima della loro generalizzata diffusione a favore dell'intero mercato finanziario; la divulgazione, tuttavia, non appare limitata alle sole operazioni societarie ancóra da realizzare, ma può, invero, riguardare anche informazioni prospettiche aventi carattere privilegiato; in particolare, sulla natura privilegiata v. *infra*, in questa sezione, § 3.1.

516 L'impostazione discende dalla c.d. *parity of information theory*, intesa come uguale possibilità (*equal access*) per i partecipanti al mercato di accedere alle informazioni privilegiate; nella giurisprudenza europea cfr. Corte di Giustizia (UE), 28 giugno 2012, Markus Geltl c. Daimler AG, Caso 19/11, reperibile su *www.eur-lex.europa.eu*, su cui *infra*, in questa sezione, § 4.1. Corte di Giustizia (UE), 23 dicembre 2009, Spector Photo Group NV c. CBFA, Caso 45/08, par. 49, reperibile su *www.eur-lex.europa.eu*. In dottrina cfr. M. VENTORUZZO, *Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Development*, in *European Company And Financial Law Review*, 2014, p. 574, il quale sottolinea come nella legislazione europea le informazioni privilegiate non appartengano all'emittente bensì «a tutti gli investitori». La Consob giustifica tale principio osservando che «[l]a regolamentazione della diffusione al pubblico delle informazioni privilegiate trova la sua *ratio* nell'esigenza di garantire parità di accesso informativo agli investitori, siano essi azionisti attuali o potenziali»: CONSOB, *Q&A del 18 marzo 2021 sull'informazione selettiva nei confronti dei soci e, in particolare, del socio di controllo nonché sulla pubblicazione delle informazioni privilegiate*, 18 marzo 2021, p. 3, in *www.consob.it*.

517 Così N. ABRIANI, *Il «pungolo gentile» dell'assemblea «mite» tra attivismo degli azionisti e nuova* governance *societaria. Prime riflessioni sull'attuazione in Italia della Direttiva 2007/36*, in *Riv. dir. impr.*, 2011, p. 34.

518 La circostanza, che attraversa in maniera trasversale il diritto societario, è notoriamente evidenziata nella manualistica; cfr., *ex multis*, M. AIELLO, *La s.p.a.: struttura finanziaria e organizzazione corporativa*, in G. COTTINO (a cura di), *Lineamenti di diritto commerciale*, Bologna, Zanichelli, 2022, p. 311.

519 G. STRAMPELLI, Engagement *degli investitori istituzionali,* cit., pp. 414-415, evidenzia che in relazione agli scambi informativi tra l'emittente e i soci, il «piccolo azionista» non possa essere considerato nelle

sistema di trasparenza che imponga la «sistematica ed incondizionata» diffusione di informazioni rischierebbe di influenzare in modo negativo il «comportamento imprenditoriale» della società, scoraggiandola dall'intraprendere operazioni complesse e dall'esito incerto, ancorché apparentemente profittevoli, così da indurla ad assumere un atteggiamento maggiormente passivo[520]. La previsione di estendere il confronto alla collettività pare, dunque, apparentemente carente di spazio applicativo, tenuto conto della eventualità che il dialogo possa rendersi meno efficace e più dispersivo o che, addirittura, l'investitore possa sottrarvisi[521].

Ciononostante, un acritico riconoscimento della legittimità di una divulgazione asimmetrica di informazioni, suffragata dal rilievo sociale di alcuni azionisti ovvero subordinata alla promozione dell'interesse comune dei soci[522], sembra porsi in contrasto, giova ribadirlo, con la necessità di dotare il pubblico di un *set* di dati agevolmente consultabile per tutti gli interessati, configurando una possibile violazione della valenza precettiva del disposto di cui all'art. 92 t.u.f.[523]. Il potenziale pregiudizio risultante da una comunicazione selettiva può, astrattamente, attenuarsi ove gli azionisti esclusi vengano posti a conoscenza - e, dunque, nella condizione di valutare *a posteriori* - la scelta divulgativa dell'organo amministrativo[524]; una successiva *disclosure* a beneficio degli azionisti, universalmente considerati e preliminarmente esclusi, attribuisce all'informazione una connotazione essenzialmente paritaria in termini di accesso[525], in linea con l'esigenza, da un lato, e l'opportunità, dall'altro, di un raffronto (informativo) tra interlocutori sociali, così sanando i profili di contrasto del dialogo con il principio di parità di trattamento e ripristinando una condizione egualitaria.

---

medesime condizioni del socio di controllo o del socio/investitore istituzionale in possesso di una partecipazione rilevante, «non sembrando perciò che sia ravvisabile in capo agli amministratori il dovere di assicurare a tutti i soci la medesima possibilità di dialogo con essi, equiparando la posizione dei soci/investitori istituzionali (e del socio di controllo) a quella degli azionisti retail in possesso di partecipazioni minime».

520 Così S. GILOTTA, F. RAFFAELE, *Informazione privilegiata e "processi prolungati" dopo la* Market Abuse Regulation, in *Riv. soc.*, 2018, p. 87.

521 G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori*, cit., pp. 745-746.

522 F. MUCCIARELLI, *Sulla parità di trattamento*, cit., p. 204, afferma, al riguardo, che la parità di trattamento, intesa quale regola societaria, «non soffre eccezioni poste a tutela dell'interesse sociale».

523 S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo,* cit., pp. 246-247, osserva che l'eventuale trattamento differenziato, ancorché «ragionevole» o «giustificato» alla luce delle particolari differenze - la diversa entità della partecipazione - ravvisate tra i soggetti favoriti e i soggetti discriminati, in realtà discenderebbe comunque da una scelta sostanzialmente arbitraria, relativa al giudizio di ragionevolezza sulla diversità di condizioni dei soggetti coinvolti. Diversamente orientato G. STRAMPELLI, Engagement *degli investitori istituzionali,* cit., p. 414, il quale mette in luce, invece, che la deroga al principio di parità di trattamento è da ritenersi legittima nei limiti in cui non sia arbitraria, ma fondata sulla «oggettiva differenza» delle condizioni in cui si trovano, rispettivamente, gli investitori istituzionali/soci e i piccoli investitori/soci, in ragione della entità delle partecipazioni detenute.

524 G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori,* cit., p. 747, evidenzia la difficoltà di ricavare da un siffatto contesto un «criterio guida» secondo cui la trasmissione selettiva di informazioni a soci debba essere sorretta da uno specifico interesse sociale ovvero da una valutazione dell'organo amministrativo circa il vantaggio che la società può conseguire dallo scambio con l'azionista.

525 S. GILOTTA, *Trasparenza e riservatezza*, cit., p. 34, rileva come l'esigenza conoscitiva debba realizzarsi attraverso la divulgazione al pubblico dell'informazione, escludendo qualsiasi possibilità di controllo da parte della società sui destinatari della diffusione di dati e notizie.

Lo scambio di opinioni tra *managers* e investitori su questioni di *governance* o su altri temi rilevanti delinea una (nuova) forma di *engagement* che evade dagli ordinari schemi di regolamentazione[526], attraverso un canale di comunicazione «bilaterale», da cui discende il *monitoring* degli azionisti[527]: il dialogo sposta, invero, il momento decisionale al di fuori del *locus* deputato alla formazione della volontà sociale[528].

In linea generale, gli argomenti oggetto di discussione rientrano nel più ampio settore delle *investor relations*, che ricomprende le attività dirette alla diffusione completa e trasparente di dati e notizie tra la società e una base solida e diversificata di azionisti su un mercato stabile in grado di assicurare il corretto posizionamento e l'attrattività di strumenti finanziari[529].

3. L'informazione quale «strumento essenziale» del controllo e la (in)sussistenza di un canale informativo a favore del socio «rilevante».

La maggiore inclinazione al dialogo con i soci costituisce, ormai, una prassi sempre più diffusa nelle articolate dinamiche societarie, fortemente incentivata, altresì, dalle tendenze legislative in materia di *corporate governance*[530], ove la comunicazione assurge, come anticipato[531], a elemento qualificante della funzione di direzione degli affari sociali e di «tracciabilità» di eventuali profili di responsabilità[532]. L'esercizio di forme di sollecitazione dialogica sul *management* è in grado di favorire una maggiore responsabilità delle scelte gestorie: il momento informativo è inteso, in tal senso, quale «canone dell'agire del buon amministratore»[533], trovando, allora, una spiegazione nella conformità dell'oggetto della discussione all'interesse sociale[534], non rinvenendosi altrimenti una legittimazione alla deviazione dai tradizionali canali normativi di interlocuzione tra l'emittente e il mercato[535].

---

526 In tema C. TEDESCHI, *"Potere e orientamento" dei soci nelle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2005, p. 238, secondo cui l'instaurazione di un rapporto tra le parti si instaura nel momento in cui il socio investitore istituzionale utilizzi attivamente «il potere di orientamento».

527 C. MOSCA, *Comunicazione selettiva,* cit., pp. 40-41.

528 G. STRAMPELLI, Engagement *degli investitori istituzionali,* cit., p. 406, pone l'accento sul rischio di un «progressivo svuotamento del ruolo dell'assemblea», destinata a costituire la sede di confronto tra gli amministratori e i soci soltanto qualora le istanze da questi ultimi, presentate in sede extra-assembleare, non trovino accoglimento. Sul punto v. *supra*, in questa sezione, § 1.

529 Per la definizione di *investor relation* cfr. il Glossario Finanziario su *www.borsaitaliana.it*.

530 In tema G. STRAMPELLI, *L'informazione societaria*, cit., p. 1049.

531 *Supra*, in questa sezione, § 2.

532 P. MONTALENTI, *L'informazione e il diritto commerciale: principi e problemi*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, p. 782.

533 P. MONTALENTI, *Socio di controllo*, cit., p. 14, mette in luce come «[i]l canone dell'"agire in modo informato" (art. 2381, 6° comma) assurg[a] a paradigma generale di comportamento del buon amministratore».

534 Il dialogo del *board* con gli investitori istituzionali è, di per sé, funzionale al perseguimento dell'interesse della società, seppur non consegue a tale impostazione un diritto del socio/investitore istituzionale ad avere un dialogo con l'organo amministrativo, al quale spetta in ogni caso la valutazione dell'opportunità di simili interlocuzioni con i componenti della compagine sociale; così G. STRAMPELLI, Engagement *degli investitori istituzionali,* cit., p. 412, che sul tema richiama H. FLEISCHER, *Investor Relations und informationelle Gleichbehandlung im Aktien-, Konzern- und Kapitalmarktrecht*, in *ZGR*, 2009, p. 522.

535 G. STRAMPELLI, Engagement *degli investitori istituzionali,* cit., p. 411, discorre sul punto di «condizione di legittimità».

Lo scambio informativo consente al socio di esercitare un diretto e più puntuale controllo sull'andamento della gestione[536] e di realizzare un miglior coordinamento fra l'azione dell'organo amministrativo e i *desiderata* della «proprietà»[537]. La *disclosure* mette, cioè, l'informazione a disposizione degli investitori, così eliminando qualsivoglia eventualità di «asimmetria informativa» tra *insiders* e *outsiders*.[538]

Nella sua espressione etimologica il controllo allude a un'attività sussidiaria di revisione, di verifica, di riscontro, richiamando una funzione istruttoria circa la conformità e l'esattezza di un atto, di un comportamento o di una situazione a regole predeterminate[539]; si tratta, nondimeno, di un concetto «a scansione complessa»[540], che si estende nell'àmbito di un perimetro ampio e che inerisce *lato sensu* alla categoria dei «fenomeni logici»[541]. Il richiamato controllo si emancipa, tuttavia, dalla tradizionale nozione di «verifica *ex post*» evolvendosi in elemento «coessenziale» dell'esercizio dell'impresa e del potere amministrativo[542]. Nella fattispecie rileva l'accertamento di «legalità» e «regolarità» dell'azione amministrativa, così da garantire legittimità ed efficienza della gestione sociale e tutelare l'interesse della società nella sua «dimensione collettiva»[543]. L'indagine si compone di molteplici fasi, in cui l'informazione rappresenta evidentemente il momento preliminare, al quale segue un processo

---

536 Rileva la necessità di attribuire poteri di informazione più penetranti in capo ai soci, definiti come «vero perno irrinunciabile del governo della società» G. ROSSI, *La riforma del diritto societario nel quadro comunitario e internazionale*, in AA. VV., *La riforma del diritto societario*, Milano, Giuffrè, 2003, p. 21.

537 S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo,* cit., p. 9.

538 S. GILOTTA, F. RAFFAELE, *Informazione privilegiata*, cit., pp. 93-94.

539 G. FERRI, *I controlli interni nelle società per azioni*, in AA. VV., *Controlli interni ed esterni delle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1972, p. 13.

540 L. ORCIANI, *Controllo gestorio dei soci,* cit., p. 11.

541 G. FERRI, *I controlli interni*, cit., p. 13.

542 P. MONTALENTI, *Socio di controllo*, cit., p. 16, osserva che «in chiave assiologica» la nozione dovrebbe evolvere da una concezione del controllo come «costo» all'idea del controllo come «opportunità».

543 M. PERRINO, *Il controllo individuale del socio di società di capitali: fra* funzione *e* diritto, in *Giur. comm.*, 2006, I, p. 641.

valutativo e - ma solo in via eventuale - propriamente reattivo[544], ancorché variabile per tipo e intensità nei casi «attribuiti dalla legge»[545].

L'informazione diventa così «strumento essenziale» del controllo[546], prodromico, ancóra, a un giudizio circa l'opportunità di una scelta «individuale» di investimento ovvero di disinvestimento[547], nonché «presupposto indefettibile» del potere del socio di *monitoring* sugli amministratori e, dunque, momento di «azione» all'interno della società[548]: la materia dell'informativa societaria si colloca tra i meccanismi di «*self enforcing*» degli azionisti[549]. Il delineato schema implica, per un verso, un'alterazione della posizione (soggettiva) dell'azionista rispetto al flusso informativo indirizzato dal *board*: l'*engagement* assume carattere di doverosità per gli investitori istituzionali, non più soltanto titolari di un diritto, bensì destinatari di un dovere di agire per ricercare e ottenere le indicazioni funzionali alla propria attività di controllo anche su materie altre rispetto alla mera redditività dell'investimento, legate al clima e alla tutela dell'ambiente[550]; per altro verso, invece, comporta un mutamento della posizione (operativa) degli amministratori, chiamati a dotare l'impresa di una organizzazione «adeguata» anche sul versante della comunicazione con gli azionisti, attuando una politica di gestione del dialogo quale «strumento di governo societario»[551].

Il potere di controllo, tuttavia, è fonte, in astratto, di tensione tra i fruitori dell'informazione divulgata: se, infatti, il dialogo si instaura «normativamente» tra

---

[544] L'ampia nozione di controllo si riferisce, invero, alla fase temporalmente anteriore all'acquisizione di informazioni e notizie, oltre che al momento eventualmente successiva: paradigmatico, in tal senso, si mostra il richiamo al (diritto di) controllo individuale del socio non amministratore di società a responsabilità limitata, di cui all'art. 2476, comma 2, c.c., riconducibile al più vasto insieme dei diritti di *voice* (concernenti le prerogative di partecipazione attiva) che attribuiscono la facoltà al socio di influenzare direttamente, in modo positivo ovvero negativo, le scelte gestorie; sul punto cfr. M. PERRINO, *Il controllo individuale*, cit., p. 644. La circostanza che il controllo *de quo* non sia normativamente previsto nella società azionaria non conduce *sic et simpliciter* a una aprioristica esclusione: la nozione di controllo è, ad esempio, impiegata nel Considerando n. 3 della Direttiva 2007/36/CE, su cui *supra*, cap. I, sez. I, § 4, ove si legge che «un controllo effettivo da parte degli azionisti è una condizione preliminare per un buon governo societario e dovrebbe quindi essere agevolato e incoraggiato». C. MOSCA, *Comunicazione selettiva,* cit., pp. 33-34, richiama «[lo] sforzo del legislatore europeo, a partire della direttiva c.d. *shareholder's rights*, di migliorare qualità e reperibilità dell'informativa pre-assembleare, per valorizzare la *voice* degli azionisti», evidenziando come il «[p]resupposto di partenza è che il controllo dei soci, quale fonte di miglioramento della *governance*, discenda, prima di tutto, dall'esercizio informato dei diritti di voto; mentre la capacità dei prezzi delle azioni di riflettere le informazioni disponibili può attivare i meccanismi esogeni di controllo da parte del mercato». Sul punto cfr. altresì G. BALP, *I consulenti di voto*, cit., pp. 1-2, la quale mette in luce che «agli azionisti non compete, come invece nelle società personali, un pieno potere di esecuzione del contratto sociale ma (soprattutto) un ruolo di supervisione dell'ufficio gestorio: una funzione di "controllo" «di merito» dell'attività amministrativa e dei suoi risultati».

[545] Il riferimento è, ad esempio, alla revoca dei gestori ai sensi dell'art. 2456 c.c. o, ancóra, all'azione di responsabilità contro gli amministratori ai sensi dell'art. 2393 c.c.

[546] L. BENEDETTI, *L'*engagement *soci/amministratori*, cit., p. 1105.

[547] M. PERRINO, *Il controllo individuale*, cit., p. 641.

[548] M. PERRINO, *Il controllo individuale*, cit., p. 644.

[549] C. MOSCA, *Comunicazione selettiva,* cit., p. 33.

[550] In tema L. BENEDETTI, *L'*engagement *soci/amministratori*, cit., p. 1106.

[551] M. MAUGERI, *Sostenibilità ed* Engagement, cit., p. 1365, definisce la comunicazione con gli azionisti come «momento organizzativo dell'impresa».

azionisti e amministratori[552], una disparità informativa sorge verosimilmente dall'esistenza di un canale di comunicazione selettiva[553] o, meglio ancóra, dalla «vicinanza» all'informazione[554] originata dalla capacità dei soci in grado di nominare gli amministratori[555], nella misura in cui i soci altri subiscono l'influenza sulla gestione[556]. Non si discute evidentemente in merito alla facoltà attribuita agli amministratori[557], in presenza di certe condizioni e nel rispetto di determinati limiti[558], di deliberatamente instaurare un canale di comunicazione che non si esaurisca nell'informativa già prevista *ex lege* e, al contempo, senza favorire immotivatamente taluni soci rispetto ad altri[559]; l'indisponibilità del mero azionista di un diritto a ricevere selettivamente informazioni non configura inevitabilmente un divieto per i gestori di ottemperare a una richiesta in tal senso. Modalità aperte di interazione e confronto paiono maggiormente idonee a offrire trasparenza all'intero processo, mediante, cioè, il pieno coinvolgimento di tutti gli azionisti[560]. La difficoltà sorge, invero, qualora l'eventuale diffusione sia rivolta a uno o più soci, e non all'intera compagine societaria[561]; in tal caso, l'interdizione non sussiste a condizione che la diffusione avvenga contestualmente - o quasi - a tutti gli altri azionisti[562], nei limiti in cui il ripristino del regime paritario mediante la

---

552 Così B. LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 110.

553 C. MOSCA, *Comunicazione selettiva,* cit., p. 38.

554 L. SCHIUMA, *Controllo, governo e partecipazione al capitale*, Padova, Cedam, 1997, p. 348.

555 Il riferimento è alla posizione di privilegio informativo di cui gode il socio in grado di esercitare un potere di controllo consistente nella nomina e nella revoca degli amministratori; in tema F. GUERRERA, *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Torino, Giappichelli, 2004, p. 130. Diversamente orientato, sul punto, F. MUCCIARELLI, *L'informazione societaria*, cit., p. 748, il quale esclude che dalla diversa misura della partecipazione al capitale l'ordinamento possa far dipendere situazioni giuridicamente tutelate in ordine alla informazione dovuta ai soci, in quanto «qualunque sia l'entità della partecipazione posseduta, eguale sembra essere il contenuto del diritto di informazione del socio».

556 C. MOSCA, *Comunicazione selettiva,* cit., p. 38, discorre di autonomia «solo apparente» del consiglio di amministrazione.

557 Non ritiene configurabile un dovere degli amministratori di dialogare con gli azionisti, «perché nella loro discrezionalità amministrativa ben potrebbero ritenere di determinarsi diversamente», L. ORCIANI, *Controllo gestorio dei soci,* cit., p. 154; di differente avviso è, invece, G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori,* cit., p. 719, il quale mette in evidenza che se «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 […] di doveri in capo agli amministratori cui la richiesta di dialogo si indirizza».

558 Individua il fondamento delle condizioni e dei limiti alle quali è soggetta la pretesa di informazioni del socio «nel rispetto del dovere di diligenza e di perseguire l'interesse sociale che grava sugli amministratori» U. TOMBARI, *Problemi in tema di alienazione della partecipazione azionaria e attività di* due diligence, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, p. 73.

559 P. ABBADESSA, *La circolazione delle informazioni all'interno del gruppo*, in AA.VV., *I gruppi di società*, Atti del Convegno internazionale di studi, Venezia, 16-17-18 novembre 1995, t. I, Milano, Giuffrè, 1996, p. 568, osserva, al riguardo, che «nessun aspetto della condotta degli amministratori sfugge […] al principio di buona fede».

560 Potrebbe obiettarsi che la comunicazione verso il pubblico e l'interazione indifferenziata con tutti gli azionisti non garantiscano la necessaria flessibilità e celerità che sovente caratterizzano l'agire imprenditoriale; in tal senso cfr. S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo*, cit., pp. 37-38.

561 In tema A. GIANNELLI, C. MOSCA, *Flussi informativi tra amministratori e soci,* cit., p. 6.

562 G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza*, cit., p. 299, rileva, sul punto, che «laddove il socio (presumibilmente il socio di maggioranza) riceva al di fuori del contesto assembleare notizie e informazioni sulla gestione sociale, il principio di parità impone agli amministratori di fornire le medesime informazioni a tutti i soci che ne facciano richiesta, tanto in sede extra-assembleare, quanto

comunicazione «collettiva» sia consentito, in osservanza cioè del generale dovere di riservatezza nonché in armonia con l'interesse sociale[563].

La rilevanza ascritta al socio di controllo non può certo essere equiparata alla posizione ricoperta dagli investitori istituzionali, ancorché coinvolti nella struttura organizzativa dell'ente[564], tenuto conto che il potere di gestione accordato al *management* coesiste fisiologicamente con l'influenza esercitata dal «capitale di comando» anche in sede extra-assembleare[565]; assorbente è il rilievo circa le «ben altre leve» possedute dai soci «forti» per ingaggiare il *management*.[566] Il coinvolgimento degli investitori istituzionali «per professionalità e rilevanza qualitativa» può, invero, costituire un utile contraltare dialettico nei confronti del socio di controllo e degli amministratori[567], arginando verosimilmente il pericolo di abusi informativi e riducendo proporzionalmente il peso (sociale) degli azionisti rilevanti.

In questa prospettiva, sebbene il dialogo attenga verosimilmente all'andamento e ai risultati della gestione ovvero alle operazioni maggiormente significative in cui il *board* agisce d'intesa con gli «azionisti imprenditori»[568], il circoscritto confronto su notizie particolarmente significative sembra, *prima facie*, violare il principio di parità di trattamento, nonché porsi in contrasto con il modello organizzativo della società azionaria[569]. L'ambigua vicinanza tra il *board* e taluni azionisti non soltanto pare enfatizzare una «immedesimazione organica» tra questi e la società partecipata[570], ma, altresì, amplifica la distanza dei soci di minoranza dalla possibilità di porre in essere un'attività di monitoraggio sul rapporto tra «*agent*» e «*principal*»[571]. Peraltro, la mera sussistenza di un rapporto di controllo non costituisce il «presupposto automatico»

---

nel corso di una riunione assembleare»; sul punto cfr. altresì F. MUCCIARELLI, *L'informazione societaria*, cit., p. 746, il quale osserva che «non pare revocabile in dubbio che tutti gli azionisti, indipendentemente dalla percentuale della loro partecipazione al capitale, abbiano un pari diritto a disporre delle notizie concernenti la società».

563 L. ORCIANI, *Controllo gestorio dei soci,* cit., p. 163, nt. 182, evidenzia come, in tale circostanza, si passi da un'informazione «selettiva» a un'informazione «collettiva».

564 G. STRAMPELLI, Engagement *degli investitori istituzionali,* cit., p. 396.

565 A. TUCCI, *Il ruolo dei soci e i patti parasociali*, in *Analisi giur. econ.*, 2007, p. 450, discorre di «rapporto confidenziale» tra capitale di comando e amministratori.

566 C. MARCHETTI, M. VENTORUZZO, *Note sulle assemblee tramite rappresentante designato*, in *Società*, 2024, p. 822.

567 P. MONTALENTI, *La società quotata*, cit., p. 137.

568 A. CHILOIRO, *L'informazione societaria*, cit., p. 192.

569 Il dialogo finalizzato alla realizzazione di un confronto preventivo con gli azionisti rilevanti su decisioni che prevedono il coinvolgimento dell'assemblea tende inevitabilmente a spostare il momento decisionale al di fuori del consesso, privando l'organo deliberativo della sua funzione produttiva della comune volontà dei soci; sul punto v. *infra*, cap. III, § 1.

570 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 e* corporate governance *nella società quotata*, Torino, Giappichelli, 2018, pp. 89-90, ritiene, al riguardo, che il dialogo degli amministratori con il socio di controllo, pur sempre nel rispetto della disciplina applicabile, «[sia] un fatto fisiologico e opportuno»; A. GIANNELLI, C. MOSCA, *Flussi informativi tra amministratori e soci,* cit., pp. 7-8, non escludono, tuttavia, che la «repressione» del dialogo potrebbe risultare la scelta meno efficiente, soprattutto ove le decisioni imprenditoriali dell'amministratore possano trarre beneficio dallo scambio di opinioni e dall'attività di indirizzo del socio di controllo.

571 B. LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea,* cit., p. 110, rileva la possibilità di disciplinare il dibattito fra azionisti di minoranza e azionisti di controllo.

sufficiente a giustificare la trasmissione selettiva di informazioni societarie dall'emittente al socio[572].

Una simile configurazione conferma la indisponibilità *uti socius* di una pretesa individuale all'informazione societaria, che corrisponde alla possibilità di rivolgersi agli amministratori per discutere nel merito di specifiche questioni relative alla gestione[573], normalmente incluse nell'àmbito degli argomenti da trattare in assemblea[574]. La comunicazione interna al gruppo di comando non sembra, peraltro, incentivare un più efficace controllo sull'azione dell'organo amministrativo, talora risolvendosi in una forma di «*tunneling*» informativo a favore del soggetto controllante[575] e, dunque, in una indebita appropriazione di *business opportunities* in danno degli azionisti di minoranza[576]; d'altronde, le carenze informative stimolano comportamenti opportunistici da parte dei soggetti meglio informati[577]. Il principio della parità di trattamento rappresenta, dunque, uno strumento di tutela volto a impedire l'assunzione arbitraria di decisioni che realizzino differenziazioni, *id est* trasferimenti di ricchezza tra soci[578]. Ne consegue che, a prescindere da ogni presidio procedurale, non risulta sostanzialmente rintracciabile un motivo tale da giustificare il trattamento preferenziale concesso ad alcuni soci rilevanti, che, di fatto, può pregiudicare la posizione degli altri azionisti e il funzionamento del mercato[579]. L'incompatibilità di fondo tra una comunicazione selettiva (e riservata) in favore di alcuni azionisti e il principio di parità di trattamento, quale strumento di tutela di interessi pubblici[580], pare difficilmente superabile finanche dalla esigenza di garantire una certa stabilità nella conduzione dell'attività economica

---

572 CONSOB, *Q&A del 18 marzo 2021 sull'informazione selettiva,* cit., p. 3, ove si legge che la trasmissione di informazioni è legittimata *(i)* al solo fine di consentire al socio di controllo di ottemperare, a sua volta, a obblighi di legge e *(ii)* in una misura circoscritta alle sole informazioni espressamente indicate dal legislatore ovvero alle informazioni strettamente necessarie all'adempimento dei predetti obblighi.

573 Così A. GIANNELLI, C. MOSCA, *Flussi informativi tra amministratori e soci,* cit., pp. 3-4; A. STAGNO D'ALCONTRES, *Informazione dei soci e tutela degli azionisti di minoranza nelle società quotate*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, I, p. 315.

574 Il confronto informale in ordine al compimento di operazioni normalmente assegnate alla competenza assembleare sembra quasi evocare le modalità extra-assembleari di raccolta ed espressione della volontà dei soci nella società a responsabilità limitata; in tale circostanza, tuttavia, è comunque necessario coinvolgere «ogni socio [che] ha diritto di partecipare alle decisioni» ai sensi dell'art. 2479, comma 5, c.c. Il dialogo selettivo è, invece, limitato ai soci rilevanti e non coinvolge, dunque, gli interlocutori minori.

575 G. STRAMPELLI, *L'informazione societaria,* cit., p. 1053.

576 La letteratura internazionale sul tema è vasta; per un approfondimento, anche sulle diverse tecniche di *tunneling*, si rinvia a V. ATANASOV, B. BLACK, C. S. CICCOTELLO, *Law and Tunneling*, in *Journal of Corporation Law*, 2011, *passim*.

577 Così M. MESSORI, *Informazione e mercati finanziari*, in *Analisi giur. econ.*, 2006, p. 204.

578 P. RESCIGNO, *Persona e comunità. Saggi di diritto privato*, Bologna, Il Mulino, 1966, p. 351, discorre di «elementare esigenza della giustizia distributiva», richiamando, sul punto, il «principio generale» di equità. Sul punto S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo,* cit., pp. 217-218, osserva come il principio di parità di trattamento non esaurisca la propria funzione nell'offrire protezione alla minoranza rispetto all'esecuzione di operazioni di distrazione di ricchezza da parte del gruppo di controllo, bensì «oper[i] anche in senso inverso», quale strumento di tutela della maggioranza rispetto ad abusi della minoranza in ipotesi «di intervento o interlocuzione nelle vicende societarie».

579 A. GIANNELLI, C. MOSCA, *Flussi informativi tra amministratori e soci,* cit., p. 9.

580 In tema S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo,* cit., pp. 259-260, il quale definisce le preclusioni poste al dialogo dal principio di parità di trattamento «una corretta scelta di *policy*».

comune[581], benché presupponga la previa conoscenza da parte degli amministratori dei vari orientamenti[582] e della loro conformità e funzionalità all'interesse sociale[583].

Con riferimento agli scambi informativi, non si intende certo asserire che la posizione dei soci-investitori istituzionali, nonché del socio di controllo, sia equiparabile a quella degli azionisti *retail* in possesso di partecipazioni minime; di talché, non sembrerebbe ravvisabile in capo agli amministratori il dovere di assicurare indistintamente a tutti i soci la medesima possibilità di dialogo con il *board*[584]. Tale circostanza parrebbe, perciò, idonea alla configurazione di un non trascurabile ostacolo alle dinamiche relazionali tra gli azionisti e la società e, pertanto, all'*engagement*, di cui il dialogo costituisce una componente imprescindibile[585]. Senonché, la configurazione di una legittimazione incondizionata circa una *selective disclosure* in favore unicamente degli azionisti rilevanti travalica i confini di una ragionevole interpretazione (correttiva) - o, addirittura, estensiva - del principio di parità di trattamento[586]. Cosicché, l'organizzazione di incontri riservati con taluni soci, da cui discende evidentemente un vantaggio informativo a discapito di talaltri esclusi, se funzionale alla realizzazione di una gestione maggiormente allineata alle preferenze della base sociale, potrebbe astrattamente giustificarsi nei limiti in cui non sia praticabile un'opzione maggiormente inclusiva ovvero l'opzione seguita non risulti arbitraria ma fondata su una differenza oggettiva legata alla partecipazione, non intesa in termini quantitativi (entità delle partecipazioni detenute) bensì in termini qualitativi (grado di attivismo). L'impatto negativo dell'asimmetria informativa eventualmente provocata dalla comunicazione tra società e soci, che si riverbera sul principio di parità di trattamento, potrebbe altresì essere ridotto dalla circostanza che l'interazione non preveda la trasmissione di notizie non note al mercato, essendo il criterio *de quo* prevalentemente uno strumento volto alla tutela della fiducia degli investitori (nel mercato).

3.1. (*segue*) La natura privilegiata dell'informazione.

La parità di trattamento non esclude aprioristicamente la trasmissione di informazioni in quanto tale[587], ma le disparità informative che potenzialmente derivano

---

[581] *Infra*, in questa sezione, § 5, ove ulteriori riferimenti.

[582] G. ACERBI, *La Consob tra precetto e persuasione. Appunti a margine delle nuove regole sulla informativa al mercato*, in *Riv. soc.*, 1997, p. 1117, sostiene, invece, che le consultazioni e lo scambio di informazioni contribuiscano alla stabilità nella conduzione dell'attività economica comune.

[583] Cfr. G. STRAMPELLI, *L'informazione societaria,* cit., p. 1055, con riferimento alla compatibilità delle comunicazioni selettive ai soci con il principio della parità di trattamento.

[584] G. STRAMPELLI, Engagement *degli investitori istituzionali,* cit., p. 414.

[585] La notazione è ricorrente tra quanti si sono occupati del tema; sul punto v. *supra*, in questa sezione, § 2.

[586] S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo,* cit., p. 275, evidenzia che una diversa configurazione comporterebbe «una sostanziale abrogazione tacita del principio di parità di trattamento rispetto alle disparità informative fra soci».

[587] S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo,* cit., p. 275, rileva, al riguardo, che il principio di parità di trattamento non pone ostacoli al dialogo c.d. unilaterale (*one-way*), che non comporta alcuna comunicazione selettiva in favore del socio, il quale trasmette alla società emittente - ma non riceve - informazioni «segnalando problemi e criticità o anche semplicemente esponendo la propria posizione su determinati temi o questioni».

da un flusso comunicativo che acquista natura privilegiata e sovente assume valore economico[588], siccome trasmesso in un intervallo temporale che precede la notificazione dell'emittente al mercato, anticipando eccessivamente la divulgazione fino al momento della pubblicità, incorrendo nel rischio di ottenere un risultato controproducente rispetto all'obiettivo volto a garantire trasparenza delle informazioni al mercato[589]. La parità di accesso all'informazione (privilegiata) deve essere considerata, allora, quale «valore strumentale» alla istituzione di un mercato efficiente[590].

Particolare rilievo assume, in tal senso, la individuazione dell'area di legittima circolazione dell'informazione, da un lato «libera», all'interno del perimetro societario e di un arco temporale definito, dall'altro «riservata», all'esterno dell'area considerata[591]. In pendenza di una «procedura di ritardo» si configura, invero, un problema di comunicazione selettiva; se, invece, è nota al mercato perché preliminarmente comunicata, l'informazione perde la propria natura privilegiata[592]. La regolamentazione dei flussi informativi trova puntuale collocazione nel descritto quadro sistematico, che ne illustra con esattezza la dimensione, sia con riferimento alla trasmissione di notizie riservate sia ai correlativi obblighi di segretezza.

Le informazioni societarie, diffuse in maniera capillare e tempestiva[593], sono, invero, destinate al pubblico indistinto degli investitori[594] e la diffusione di dati agli

---

588 M. MAUGERI, *Gruppi di società*, cit., p. 935, considera l'informazione privilegiata alla stregua di un bene e, proprio in quanto tale, come «un valore patrimoniale» per la società; diversamente orientato C. ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria*, in AA.VV., *La riforma delle società quotate*, Atti del convegno di studio, Santa Margherita Ligure (13-14 giugno 1998), Milano, Giuffrè, 1998, p. 271, il quale esclude che l'informazione privilegiata possa essere considerata un «valore patrimoniale» tale da essere compreso nel patrimonio della società, in quanto l'obbligo di comunicazione al pubblico imposto dall'ordinamento impedisce che la stessa possa essere equiparata a un bene privato appartenente alla società emittente.

589 C. MOSCA, *Comunicazione selettiva,* cit., pp. 48-49. Manifesta alcune perplessità sul punto A.F. TRIPODI, *Fasi del procedimento penale e obblighi di comunicazioni al pubblico* ex *art. 114 t.u.f.*, in *Giur. comm.*, 2010, I, p. 325, il quale sottolinea la necessità di interrogarsi sulla (non semplice) individuazione dell'istante di avveramento dell'informazione privilegiata.

590 A. SANTONI, *Partecipazione per conto altrui e società quotate*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022, p. 167.

591 P. MONTALENTI, *Socio di controllo*, cit., p. 21.

592 M. MAUGERI, *Gruppi di società*, cit., p. 930; S. GILOTTA, *Trasparenza e riservatezza*, cit., p. 167.

593 L'art. 17, par. 1, del Regolamento (UE) 596/2014 stabilisce che «[l]'emittente comunica al pubblico, quanto prima possibile, le informazioni privilegiate che riguardano direttamente detto emittente»; analogamente, l'art. 114 t.u.f. prevede che «[g]li emittenti quotati comunicano al pubblico le informazioni privilegiate ai sensi dell'articolo 17 del regolamento (UE) n. 596/2014, secondo le modalità stabilite dalle norme tecniche di attuazione adottate dalla Commissione europea ai sensi del medesimo articolo 17, paragrafo 10». Il contenuto normativo delle disposizioni in parola vieta all'emittente di indugiare indebitamente nella divulgazione dell'informazione, ma, al contempo, non pare imporre una comunicazione immediata, coincidente con il momento stesso in cui l'informazione viene inizialmente rilevata: affinché l'informazione sia pubblicata «il più presto possibile», la società è tenuta a predisporre misure organizzative *ad hoc* volte alla gestione delle notizie privilegiate, che devono essere preliminarmente trasmesse agli organi sociali responsabili della divulgazione; cfr. C. DI NOIA, M. GARGANTINI, *Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime*, in *European Company and Financial Law Review*, 2012, p. 494.

594 F. INNOCENTI, *Informazione e dibattito nel procedimento assembleare delle s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2015, I, p. 369, osserva che la disciplina dell'informazione ai soci costituisce un «tassello» dell'informativa al mercato; analogamente F. CARBONETTI, *Il regolamento di assemblea*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 165, secondo cui

azionisti attraverso i canali della *public disclosure* consente di escludere l'attribuzione di un peculiare vantaggio, rispetto ai terzi, nella conoscenza delle attività della società che non siano - o non siano state ancóra - oggetto di una denuncia collettiva[595].

In altri termini, dalla divulgazione di notizie non già legittimamente rese pubbliche deriva verosimilmente un effetto significativo sul funzionamento del mercato[596]. Esiste, dunque, un lasso temporale, «generalmente breve ma non insignificante», che separa il momento in cui «nasce» l'informazione e, dunque, diviene «matura» per essere sfruttata sul mercato da parte degli *insiders* - frangente a partire dal quale diventa efficace il divieto di *insider trading* - da quello in cui le notizie possono e devono essere effettivamente trasmesse al pubblico[597]; esiste, cioè, una sfumatura temporale in cui sorge in capo agli *insiders* un obbligo di astensione[598]. La divulgazione effettuata sulla base di circostanze o eventi non ancóra «certi» risulta così fuorviante e contraria allo scopo dichiarato della misura normativa[599]; tale scarto temporale è definito «ritardo tecnico» - che il linguaggio legislativo sembra ammettere, senza particolari difficoltà - al fine di distinguerlo dal ritardo propriamente inteso - concernente la fase in cui la società, preso atto dell'esistenza dell'informazione, verificatane l'attendibilità ed il carattere «privilegiato», decida arbitrariamente di non procedere alla divulgazione - e può essere più o meno ampio a seconda delle circostanze concrete e della tipologia di informazione[600].

L'art. 7, par. 1, lett. a), del Regolamento (UE) 596/2014 definisce «privilegiata», infatti, «un'informazione avente un carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari, e che, se resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati»[601]; la nozione assume particolare rilevanza per gli investitori, in quanto il requisito della *price*

---

il tema della informazione delle società quotate non riguarda più il rapporto fra la società e i soci, bensì il rapporto fra la società e il mercato.

595 C. MOSCA, *Comunicazione selettiva*, cit., p. 36.

596 La disciplina è contenuta nel Regolamento (UE) 596/2014 (*Market Abuse Regulation* - MAR) del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativo agli abusi di mercato, che abroga la Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e le Direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione, reperibile su *www.eur-lex.europa.eu*.

597 S. GILOTTA, F. RAFFAELE, *Informazione privilegiata*, cit., p. 113.

598 P. SFAMENI, *sub* art. 114, in P. MARCHETTI, L. A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza. Commentario*, t. I, Milano, Giuffrè, 1999, p. 531.

599 J.L. HANSEN, *Say When: When Must an Issuer Disclose Inside Information?*, 2016, p. 6 del dattiloscritto, consultabile su *www.ssrn.com*.

600 S. GILOTTA, F. RAFFAELE, *Informazione privilegiata*, cit., p. 115.

601 S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo*, cit., p. 140, nt. 11, sottolinea che il «tecnicismo» della nozione non rende giustizia all'ampiezza dell'oggetto intorno al quale ruota «il funzionamento di qualunque mercato». M. BIANCHI, M. MILIČ, *Le politiche di* engagement, cit., p. 1327, osservano che «la stessa definizione di informazione privilegiata cela un dilemma insolubile: se le società non devono divulgare selettivamente l'informazione che potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi, gli investitori che attuano l'*engagement* si trovano nella situazione paradossale nella quale o ottengono un'informazione che potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi e quindi la società che ne consente la diffusione selettiva viola la legge e gli investitori non possono utilizzarla per conseguire extra-profitti, o ottengono informazioni che non hanno questo effetto e quindi non possono beneficiare di alcun vantaggio informativo significativo che gli consenta di conseguire extra-profitti».

sensitiveness degli strumenti finanziari dell'emittente interessato è in grado di influenzarne le decisioni[602]: i mercati finanziari sono evidentemente «abituati all'incertezza» e «chi vi opera è abituato ad effettuare complesse inferenze sulle probabilità di verificazione di eventi futuri, sulla base dell'informazione disponibile»[603].

Le «notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblico», che rientrano nel più «arato terreno» delle informazioni privilegiate, rappresentano una fattispecie il cui perimetro deve essere attentamente definito assegnando il dovuto valore tipizzante al vincolo funzionale di «necessarietà»[604]. Il criterio della precisione, inteso quale corrispondenza a una serie di circostanze esistenti ovvero da verificarsi secondo un ragionevole grado di prevedibilità, segna, invero, il momento in cui una qualsiasi informazione societaria - purché «sufficientemente specifica da permettere di trarre conclusioni sul possibile effetto di detto complesso di circostanze o di detto evento sui prezzi degli strumenti finanziari» - viene attratta nell'àmbito di applicazione del Regolamento *Market Abuse*[605]. Peraltro, nel caso di un «processo prolungato», che è inteso a concretizzare «una particolare circostanza o un particolare evento», anche le circostanze o gli eventi *de quibus* «possono essere considerate come informazioni aventi carattere preciso»[606]. In tale contesto, finanche ciascuna fase intermedia del «processo» può costituire «informazione privilegiata», come tale soggetta all'obbligo di «pronta divulgazione»: siffatte specificazioni hanno un impatto notevole sugli obblighi informativi concernenti le operazioni societarie in corso di definizione - che rappresentano uno dei momenti di più acuta tensione «[t]ra domanda di informazione da parte del mercato ed esigenza di riservatezza della società» - in riferimento alle quali l'emittente quotato può essere costretto ad una *disclosure* anticipata potenzialmente dannosa[607]. Una esegesi della nozione di informazione privilegiata, inclusiva pure delle fasi intermedie dei «processi prolungati», si giustifica, altresì, in ragione della necessità di sfuggire a «facili elusioni» dell'obbligo di divulgazione. Lo spettro tende, ancóra, ad ampliarsi per effetto della crescente completezza dei mercati finanziari, fattore ulteriore, non trascurabile, che contribuisce al recepimento dei dati sui processi propedeutici nell'alveo delle informazioni privilegiate[608]; ciò non equivale,

---

602 S. SEMINARA, Disclose or abstain? *La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di* insider trading: *riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, p. 333.

603 S. GILOTTA, F. RAFFAELE, *Informazione privilegiata*, cit., pp. 108-109, osservano che il processo di *price discovery* può creare qualche «temporanea turbolenza», legata all'intrinseca difficoltà di effettuare una nuova inferenza, ma che, quasi sempre, si raggiunge, con relativa rapidità, un nuovo equilibrio.

604 P. MONTALENTI, *Socio di controllo*, cit., p. 22.

605 C. MOSCA, *Comunicazione selettiva*, cit., p. 48.

606 Art. 7, par. 2, del Regolamento (UE) 596/2014.

607 La diffusione «prematura» dell'informazione potrebbe permettere, ad esempio, alle imprese rivali di inserirsi nelle trattative e presentare proposte concorrenti che costringano la società a modificare al rialzo la propria offerta; oppure potrebbe provocare preoccupazione o malcontento fra i lavoratori e conseguenti reazioni avverse, con pregiudizio per la società che, anche in questo caso, potrebbe essere costretta a modificare i termini della propria proposta; infine, soprattutto nel caso delle imprese di maggiori dimensioni, le preoccupazioni e le ostilità in questione potrebbero facilmente estendersi all'opinione pubblica e provocare interferenze da parte del potere politico, che potrebbe decidere di ostacolare il compimento dell'operazione: S. GILOTTA, F. RAFFAELE, *Informazione privilegiata*, cit., p. 85.

608 S. GILOTTA, F. RAFFAELE, *Informazione privilegiata*, cit., pp. 109-110.

naturalmente, a sostenere che le tappe intermedie di un processo prolungato sono da considerarsi in ogni caso un'informazione privilegiata, in quanto la qualificazione richiamata dall'art. 7, par. 2, del Regolamento (UE) 596/2014 resta vincolata a una valutazione *case by case*, tesa a verificare la concreta rispondenza dell'informazione «ai criteri [normativamente] fissati»[609].

Ciononostante, l'assenza di una elencazione tassativa rende una simile clausola, che si pone accanto evidentemente al concetto di generalità, compatibile pressoché con una serie indefinita di casi concreti; senonché, l'estrema elasticità rischia di sfociare nella vaghezza interpretativa[610]. Né sembra potersi sfruttare la rilevanza delle negoziazioni quale riferimento per stimare la «superiorità informativa» o, più precisamente, il carattere privilegiato di una certa informazione, che ne estende oltremodo l'area di qualificazione[611].

Le interazioni pianificate per discutere questioni di *corporate governance* o, semplicemente, per rilevare l'orientamento degli azionisti in merito sono lecite finché non si tramutino in occasioni di scambio di informazioni privilegiate[612]; e la comunicazione selettiva di *inside information* è soggetta, perciò, a specifiche restrizioni, al fine precipuo di tutelare l'integrità del mercato, che un'indebita *disclosure* finirebbe per compromettere[613].

4. Spazi di ammissibilità della comunicazione selettiva: il divieto di *tipping*, il *market sounding* e la diffusione «individualizzata» di informazioni.

L'art. 10, par. 1, del Regolamento (UE) 596/2014[614] subordina la legittimità della trasmissione di informazioni privilegiate «[a]l normale esercizio di un'occupazione, una professione o una funzione» e, quindi, alla possibilità di ravvisare una ragione, legata allo svolgimento di un cómpito da parte del soggetto che inoltra il rapporto, tale da giustificarne la comunicazione[615]; la violazione del divieto di divulgazione selettiva illecita - *tipping* - è assistita, peraltro, da severe sanzioni pecuniarie e amministrative[616]. L'esenzione normativa, ove ne sussistono gli estremi, è, dunque, in grado di «assorbire»

[609] Art. 7, par. 3, del Regolamento (UE) 596/2014.

[610] In tema L. ORCIANI, *Controllo gestorio dei soci,* cit., p. 106.

[611] A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, p. 105.

[612] C. MOSCA, *Comunicazione selettiva,* cit., p. 75, evidenzia che il confine tra le due situazioni sia sfuggente.

[613] Cfr. Considerando n. 2 del Regolamento (UE) 596/2014.

[614] L'art. 10 del Regolamento (UE) 596/2014 ripropone, senza significative variazioni, quanto in precedenza disposto dall'art. 3, par. 1, lett. a) della Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato.

[615] C. PICCIAU, *Comunicazioni selettive ai soci e informazioni privilegiate nei recenti orientamenti Consob*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 617.

[616] Nell'ordinamento domestico, l'art. 184, comma 1, lett. b), t.u.f. sanziona il *tipping*, sul piano penale, con la reclusione «da due a dodici anni»; l'art. 187-*bis* t.u.f. sanziona il *tipping*, sul piano amministrativo, con la sanzione pecuniaria «da ventimila euro a cinque milioni di euro».

l'art. 92 t.u.f.; di talché, in mancanza delle condizioni previste i flussi comunicativi selettivi risultano illegittimi e, pertanto, vietati[617].

Le restrizioni poste alla circolazione di dati riservati riducono tendenzialmente il numero dei soggetti informati[618], nonché le occasioni di indebito sfruttamento di notizie in una logica di uguaglianza conoscitiva, in termini di obiettiva accessibilità del dato da parte della platea degli interessati[619].

La richiamata disposizione non pone un divieto assoluto al dialogo[620], ma un più flessibile principio di «riservatezza condizionata»[621] e «controbilanciat[a]» dalla opportunità di informare selettivamente i terzi qualora sussista una correlazione tra la necessità della comunicazione e il «normale esercizio» di uno specifico ufficio[622]. La formula si intende riferita comunemente al soggetto (*tipper*) che possiede e, dunque, trasferisce l'informazione[623]; cosicché, sembra ragionevole presumere, specularmente, che la situazione di normalità involga anche il terzo destinatario (*tippee*) di informazioni privilegiate, la cui inidoneità alla ricezione renderebbe la comunicazione «non normale»[624]. Il parametro del «normale esercizio» riceve, allora, una «connotazione normativa», che stigmatizza i comportamenti posti in essere in violazione dei doveri riconnessi all'esecuzione di un particolare incarico[625]; la comunicazione selettiva è ammessa se e quando risulti funzionale all'adempimento di un dovere gestorio - *i.e.* al perseguimento dell'interesse sociale - senza, però, assurgere a dovere autonomo degli amministratori[626]. La comunicazione selettiva rappresenta, dunque, uno strumento nelle mani dei *managers* che favorisce indubbiamente la creazione di rapporti privilegiati con gli interlocutori destinatari di una circolazione confidenziale e, al contempo, la probabilità di alterare gli equilibri della partecipazione azionaria, attesa altresì la crescente eterogeneità di interessi coinvolti. Il nucleo valutativo della questione non si esaurisce, allora, in uno spazio di ammissibilità, ma si estende finanche alle modalità di regolamentazione di una corretta diffusione.

Nel delineato contesto, tra le forme di comunicazione selettiva ammesse rientrano le interazioni con uno o più eventuali investitori[627] che hanno luogo prima

---

617 In tema L. ORCIANI, *Controllo gestorio dei soci,* cit., p. 172.

618 S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo,* cit., p. 144.

619 V. NAPOLEONI, Insider trading *e aggiotaggio su strumenti finanziari*, in L. LACAITA, V. NAPOLEONI (a cura di), *Il testo unico dei mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, 1998, p. 176, pone l'attenzione non già sulla «effettiva disseminazione [dell'informazione] tra gli investitori», ma sulla sua «conoscibilità potenziale».

620 La disciplina degli abusi di mercato vieta la comunicazione selettiva in quanto «illecita»: così M. MAUGERI, *Gruppi di società*, cit., p. 930.

621 In termini S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo,* cit., p. 146.

622 C. MOSCA, *Comunicazione selettiva,* cit., pp. 53-54.

623 V. NAPOLEONI, Insider trading, cit., p. 186.

624 In termini S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo,* cit., p. 149.

625 Nella prospettiva delineata vengono in rilievo segnatamente i doveri che caratterizzano l'ufficio gestorio; in tema S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo,* cit., pp. 158-159; C. PICCIAU, *Comunicazioni selettive*, cit., p. 617.

626 C. MOSCA, *Comunicazione selettiva,* cit., p. 54, evidenzia che «[l]a scelta di parlare ai soci deve rispondere ad una specifica finalità; deve, cioè, potersi considerare normalmente effettuata nello svolgimento dei doveri degli amministratori».

627 Il loro utilizzo non è, invece, richiesto, né suggerito, in occasione di un dialogo con un socio di controllo o con un'esigua coalizione di controllo; così C. MOSCA, *Comunicazione selettiva,* cit., p. 66.

dell'annuncio di una operazione progettata (*market soundings*)[628], al fine di valutarne l'interesse; l'esigenza di ridurre i costi di transazione nonché gli oneri relativi alle asimmetrie informative circa le possibili caratteristiche (prezzo, dimensioni e struttura dell'attività) rende leciti *ex ante* gli scambi[629].

La finalità sottesa alla procedura, volta a eludere lo spreco di risorse, integra il suindicato presupposto di «normalità»[630].

L'art. 11, par. 4, del Regolamento (UE) 596/2014 attribuisce, invero, espressa efficacia esimente all'invio «di informazioni privilegiate effettuat[o] nel corso di un sondaggio di mercato» rispetto all'applicazione del divieto di *tipping*. La disposizione opera come presunzione relativa di legittimità - «si considera fatta nel normale esercizio di un'occupazione, di una professione o di una funzione» - e consente di escludere che la distribuzione di notizie sia illecita[631].

I flussi bilaterali tra emittenti e azionisti - finalizzati, dunque, a verificare preventivamente l'interesse e/o il gradimento delle parti in riferimento a specifiche operazioni[632], tra cui offerte pubbliche di acquisto di titoli (*accelerated bookbuilding*) o fusioni[633] - rappresentano la «positivizzazione» della prassi di mercato del *wall-crossing*: la condivisione di informazioni privilegiate a vantaggio di terzi, i quali si impegnano a mantenere una certa riservatezza e di astenersi dall'utilizzare le informazioni ricevute ai fini della negoziazione, consente ai beneficiari del sondaggio di valutare la disponibilità alla realizzazione di - ovvero alla partecipazione a - una specifica operazione[634]. La procedura determina, dunque, un vaglio di fattibilità che consente di trasferire in modo lecito dati e notizie, in linea con un doveroso parametro di condotta posto nell'interesse della società, senza in alcun modo attribuire un diritto all'informazione, e che riconosce una mera facoltà degli amministratori in deroga al principio di *equal information*[635].

L'art. 17, par. 8, del Regolamento (UE) 596/2014[636] integra lo spazio di legittimità entro il quale l'informazione privilegiata può circolare[637], senza essere necessariamente attratta «nell'orbita» dell'obbligo di *public disclosure*[638], ma collocandosi «fuori» dall'area

---

628 Cfr. Considerando n. 32 del Regolamento (UE) 596/2014.

629 S. LOMBARDO, *I sondaggi di mercato: prime riflessioni*, in *Società*, 2016, p. 160.

630 S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo,* cit., p. 152.

631 In tema P. BASILE, E.M. BOCCHINO, *I sondaggi di mercato*, 2 marzo 2017, in *dirittobancario.it*.

632 Così L. ORCIANI, *Controllo gestorio dei soci,* cit., p. 131.

633 In tema C. MOSCA, *Director-Shareholder Dialogues Behind the Scenes: Searching for a Balance Between Freedom of Expression and Market Fairness*, in *European Company and Financial Law Review*, 2018, p. 844.

634 In tema P. BASILE, E. M. BOCCHINO, *I sondaggi di mercato,* cit.

635 L. ORCIANI, *Controllo gestorio dei soci,* cit., pp. 131-132.

636 L'art. 17, par. 8, del Regolamento (UE) 596/2014 ripropone, per molti aspetti, il contenuto della *Regulation Fair Disclosure*, 17 C.F.R. § 243.100, disposta dalla *Securities and Exchange Commission* (SEC), la quale stabilisce che ogniqualvolta un emittente, o chiunque agisca per conto di quest'ultimo, comunichi informazioni rilevanti di non pubblico dominio (*nonpublic information*) a una serie di soggetti (operatori professionali del mercato), la società deve rendere pubblica le stesse informazioni simultaneamente, nel caso in cui la comunicazione sia stata intenzionale (*intentional disclosures*), ovvero tempestivamente, nel caso in cui la comunicazione sia stata non intenzionale (*non-intentional disclosures*); la documentazione è consultabile all'indirizzo *www.sec.gov*.

637 In tema C. PICCIAU, *Comunicazioni selettive*, cit., p. 617.

638 L. ORCIANI, *Controllo gestorio dei soci,* cit., p. 111.

delle comunicazioni illecite oggetto del divieto di *tipping*[639]. La disposizione prevede che qualora un emittente - ovvero un soggetto che agisca in suo nome o per suo conto e, dunque, non un qualsiasi altro *insider* - comunichi informazioni privilegiate a terzi, nel normale esercizio della propria attività professionale o della propria funzione, «[abbia] l'obbligo di dare integrale ed effettiva comunicazione al pubblico di tale informazione, contemporaneamente in caso di comunicazione intenzionale e tempestivamente in caso di comunicazione non intenzionale». La *disclosure* correttiva, tuttavia, non include il caso in cui il destinatario della notifica sia vincolato a un obbligo di riservatezza «indipendentemente dal fatto che tale obbligo sia di natura legislativa, regolamentare, statutaria o contrattuale». La trasmissione di informazioni a favore di soggetti su cui non grava alcun obbligo di segretezza rompe il «cordone di protezione» destinato a contenerne una diffusione incontrollata e informale[640], e i potenziali conseguenti effetti negativi sul mercato; privo di rilevanza risulta, invece, l'inquadramento circa una diffusione «individualizzata» di dati che, in assenza di un impegno di riserbo, vengano «contemporaneamente» e/o «tempestivamente» diffusi tra il pubblico[641].

4.1. (*segue*) L'interpretazione della Corte di Giustizia dell'Unione europea. La portata del requisito della «precisione».

La giurisprudenza della Corte di Giustizia imprime un traccia sulle recenti scelte di riforma del legislatore comunitario, in termini di qualificazione della nozione di informazione privilegiata, con una trilogia di decisioni[642].

La Corte, nel caso *Grøngaard*[643], circoscrive la portata da assegnare al divieto di *tipping* sulla base di un'interpretazione «restrittiva» che fissa le condizioni di liceità della *selective disclosure*[644]: *(i)* la condizione di normalità sussiste al verificarsi di uno «stretto nesso» tra la comunicazione e l'esercizio del lavoro, della professione o delle funzioni; *(ii)* la trasmissione di informazioni è consentita se «strettamente necessaria» allo svolgimento del cómpito, dell'attività o della funzione; *(iii)* la circolazione delle notizie è concessa se avviene «nel rispetto del principio di proporzionalità»[645], costruito sull'attenta ponderazione tra il rischio di esporre eccessivamente la confidenzialità dell'informazione e l'esigenza da soddisfare attraverso il coinvolgimento degli azionisti[646]. La prescrizione generale che deriva dalle suindicate indicazioni riguarda, da

---

639 S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo,* cit., p. 172.

640 S. GILOTTA, *Le società quotate e l'informazione societaria*, in M. CERA, G. PRESTI (diretto da), *Il Testo Unico finanziario. Mercati ed emittenti*, vol. II, Bologna, Zanichelli, 2020, p. 1513, nt. 171, intende l'obbligo di *disclosure* correttiva «in rapporto di evidente complementarietà rispetto al divieto di *tipping*».

641 S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo,* cit., p. 173.

642 In tema S. GILOTTA, F. RAFFAELE, *Informazione privilegiata*, cit., p. 116.

643 Corte di Giustizia (UE), 22 novembre 2005, Knud Grøngaard c. Allan Bang, Caso 384/02, reperibile su *www.eur-lex.europa.eu*.

644 C. MOSCA, *Comunicazione selettiva,* cit., p. 54, sottolinea che lo stesso rigore deve guidare l'interpretazione dell'eccezione al divieto di *tipping*.

645 S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo,* cit., p. 154, osserva che il principio di proporzionalità, a cui fa riferimento la Corte, si rivela un mero «corollario» del principio di necessità.

646 C. MOSCA, *Comunicazione selettiva,* cit., p. 54.

un lato, la imprescindibilità della comunicazione per l'espletamento dell'ufficio e, dall'altro, l'eccezionalità della deroga al divieto[647], che costituisce un rimedio estremo ove non residui un'alternativa per il conseguimento dell'obiettivo prefissato[648].

La Corte, nel caso *Lafonta*[649], discostandosi dal precedente orientamento, estende i confini della nozione di «informazione privilegiata» nell'ottica di rafforzare la funzione preventiva della disciplina rispetto all'*insider trading*[650]. Investita della questione circa l'interpretazione del requisito della «*price-sensitivity*», la CGUE esclude che le informazioni aventi «carattere preciso» siano costituite unicamente da quelle in grado di stabilire una variazione del prezzo degli strumenti finanziari: invero, affinché la condizione richiamata sia soddisfatta, è opportuno che l'informazione sia «sufficientemente concreta o specifica» da poter fungere quale base che consenta di valutare se il complesso di circostanze o l'evento costituente l'oggetto dell'informazione stessa sia suscettibile di avere un effetto sui prezzi degli strumenti finanziari ai quali quest'ultima si riferisce. L'espressione non involge, allora, soltanto le informazioni che consentono di anticipare la direzione o, più correttamente, il «senso» della variazione dei prezzi o, ancóra, «uno specifico movimento […] (verso l'alto o il basso)», bensì (anche) i dati che permettono semplicemente di anticipare una potenziale alterazione dei prezzi[651].

Un ulteriore rilevante tassello del processo di chiarificazione giurisprudenziale circa la nozione di «informazione privilegiata» si ricava dal caso *Daimler*[652], nel quale la Corte definisce la portata del requisito della «precisione» nell'àmbito di una «fattispecie a formazione progressiva», optando, anche in questa circostanza, per un'interpretazione estensiva[653]: relativamente a un procedimento prolungato, non ancóra concluso, anche una fase intermedia può essa stessa costituire un complesso di circostanze o un evento e, dunque, considerarsi un'informazione avente un carattere preciso. La Corte assegna «esplicitamente» la qualificazione di «informazione privilegiata» non solo all'evento conclusivo di una fattispecie a formazione progressiva, ma altresì «[a] ogni sua singola fase o passaggio intermedio»[654].

5. La circolazione dell'informazione. Il criterio dell'interesse sociale.

---

[647] F. ANNUNZIATA, *Sulla comunicazione a terzi di informazioni privilegiate*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, II, p. 121, individua nella ricostruzione della Corte l'effetto «di limitare la comunicazione delle informazioni a casi in cui la comunicazione è, per un verso, necessitata dalla situazione in cui il soggetto si trova e, per altro verso, limitata alle sole informazioni che sono necessarie per l'espletamento dell'attività o della funzione».

[648] S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo,* cit., p. 154, definisce «*extrema ratio*» la comunicazione selettiva delle informazioni privilegiate.

[649] Corte di Giustizia (UE), 11 marzo 2015, Jean-Bernard Lafonta c. AMF, Caso C-628/13, reperibile su *www.eur-lex.europa.eu*.

[650] In termini S. GILOTTA, F. RAFFAELE, *Informazione privilegiata*, cit., p. 120.

[651] M. VENTORUZZO, *Dal* market sounding *all'*insider trading, in *lavoce.info*, 15 aprile 2016.

[652] Corte di Giustizia (UE), 28 giugno 2012, Markus Geltl c. Daimler AG, Caso 19/11, cit.

[653] S. GILOTTA, F. RAFFAELE, *Informazione privilegiata*, cit., p. 121.

[654] S. GILOTTA, F. RAFFAELE, *Informazione privilegiata*, cit., p. 123.

La comunicazione di notizie soggiace a «limiti stringenti», che indirettamente derivano dal principio di pubblicità cui è assoggettata l'informazione, il quale riduce le occasioni in cui i dati *price sensitive* non pubblici posseduti dalla società possano essere trasferiti individualmente a terzi[655]: l'art. 10 del Regolamento (UE) 596/2014[656] legittima la comunicazione selettiva unicamente quando risulti funzionale al perseguimento dell'interesse sociale; l'art. 11, par. 4, del Regolamento (UE) 596/2014[657] attribuisce efficacia esimente all'esame preventivo di informazioni privilegiate, che rientra nella «tipicità sociale» di fattore della conduzione stabile dell'impresa[658]; l'art. 17, par. 8, del Regolamento (UE) 596/2014[659] subordina la fruibilità di dati e notizie del destinatario della comunicazione a un dovere di riservatezza, rispetto a informazioni potenzialmente dannose altresì per il posizionamento competitivo della società.

La circolazione divulgativa è governata, dunque, da un criterio unico[660], sicché la *disclosure* resta circoscritta alle sole ipotesi in cui ricorra una causa di giustificazione «nell'interesse sociale o comunque nell'interesse dell'impresa»[661]. Le consultazioni unilaterali e/o bilaterali sono giustificate, allora, in quanto corrispondenti all'interesse, ricompreso nella *causa societatis*, alla stabilità nella conduzione dell'attività economica comune, cioè nell'esigenza di garantire continuità di indirizzo alla gestione sociale[662]; orbene, la comunicazione «confidenziale» di *inside information* in àmbito corporativo non è attratta dall'alea del divieto di *tipping*, purché possa ragionevolmente considerarsi «strumentale alle politiche gestionali»[663]. Il dialogo, così inteso, consente agli amministratori di recepire compiutamente le istanze e le preferenze della base sociale, nonché di illustrare agli interlocutori, con maggiore grado di precisione, obiettivi, strategie e piani d'azione, confrontandosi nella fase elaborativa di tale progettualità[664].

L'illecito utilizzo delle informazioni privilegiate, in violazione degli obblighi di *disclosure*, determina, invero, una ridistribuzione del valore dell'impresa cagionando una notevole «dispersione del capitale sociale»; la disciplina che regolamenta il trasferimento delle informazioni *price sensitive* funge (anche) da strumento volto ad evitare una eccessiva dispersione di benefici a danno della società[665].

---

655 S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo,* cit., p. 183, osserva come il principio di pubblicità riduca anche la quantità di informazioni privilegiate oggetto di comunicazione selettiva.

656 *Supra*, in questa sezione, § 4.

657 *Supra*, in questa sezione, § 4.1.

658 G. ACERBI, *La Consob tra precetto e persuasione*, cit., p. 1117.

659 *Supra*, in questa sezione, § 4.2.

660 S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo*, cit., p. 184, discorre di «legge di circolazione».

661 P. MONTALENTI, *«Disclosure» e riservatezza nei mercati finanziari: problemi aperti*, in *Analisi giur. econ.*, 2013, p. 252. Si discosta dall'impostazione delineata L. ORCIANI, *Controllo gestorio dei soci,* cit., pp. 149-150, il quale sostiene che l'adozione di tale criterio rende il principio della parità informativa «del tutto pleonastico», evaporando ogniqualvolta venga in contatto con l'interesse sociale, inteso quale «concetto troppo ampio e fluido per essere utilizzato come indice di legittimazione delle comunicazioni selettive e quindi quale eccezione alla parità informativa».

662 G. ACERBI, *La Consob tra precetto e persuasione*, cit., p. 1117.

663 Così C. PEDRAZZI, *Riflessioni sull'*insider trading *in ambito corporativo*, in *Riv. soc.*, 1991, p. 1669.

664 S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo,* cit., p. 35.

665 In tema E. MACRÌ, *Informazioni privilegiate e* disclosure, Torino, Giappichelli, 2010, pp. 37-38, osserva che una indebita comunicazione di informazioni privilegiate comporta uno spostamento di

L'interesse sociale - quale deroga alla parità informativa - apre spazi potenzialmente molto ampi al dialogo selettivo anche con gli azionisti-investitori, estendendosi al controllo sulla correttezza dei «comportamenti gestori»[666], nella sua componente maggiormente rappresentativa dell'interesse «del mercato»[667]: l'organizzazione di colloqui riservati con gli investitori istituzionali, alla luce della diversificata composizione della platea degli operatori nonché dell'evoluzione delle modalità e/o delle strategie di investimento, nei limiti in cui non sia arbitraria, rientra nell'interesse della società alla riduzione dei costi di agenzia[668]; similmente, il ricorso alla comunicazione selettiva risulta ammissibile anche nei confronti di terzi non soci, qualora ne derivi un apprezzabile vantaggio per gli azionisti tutti e non esclusivamente per i beneficiari del dialogo[669]. La conformità all'interesse sociale sembra, allora, un presupposto necessario ma non sufficiente a fondare *tout court* una deroga al regime paritario; imprescindibile si rivela, infatti, la presenza di un ulteriore dirimente elemento: l'assenza di un pregiudizio patrimoniale per i soci discriminati, siccome esclusi dall'informazione[670].

La distribuzione selettiva di notizie all'interno della compagine sociale deve essere retta, dunque, da una «ragione oggettiva» imprenditoriale o societaria che giustifichi una tale scelta[671] o, più precisamente, da un «rapporto giustificativo» atto preservare la confidenzialità dell'informazione trasmessa[672]. La sussistenza di una ragionevole motivazione alla base della comunicazione, che si indentifica sostanzialmente nell'interesse sociale[673], non pare essere esente da criticità legate a fenomeni di elusione suffragati dal rischio di una dilatazione incondizionata della nozione di giusta causa[674],

---

ricchezza a favore del *management* ovvero dagli azionisti di minoranza all'azionista di maggioranza e/o al gruppo di comando.

666 P.M. SANFILIPPO, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, Torino, Giappichelli, 2000, p. 117.

667 S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo*, cit., p. 184.

668 G. STRAMPELLI, Engagement *degli investitori istituzionali*, cit., pp. 414-415. Diversamente orientato L. ENRIQUES, *Il ruolo dei consigli di amministrazione*, cit., p. 18, il quale dubita della rilevanza attribuita agli incontri riservati con i singoli soci e con gruppi ristretti di essi «al di fuori delle assemblee»; in maniera non dissimile C. MOSCA, *Director-Shareholder Dialogues*, cit., p. 850, evidenzia che gli incontri tra amministratori e azionisti non debbano avvenire in una dimensione «*one-to-one*».

669 S. GILOTTA, *Trasparenza e riservatezza,* cit., p. 158, rileva che la comunicazione verso l'esterno, destinata a un numero limitato e pre-individuato di terze parti, generalmente analisti o investitori istituzionali, permette all'emittente di impedire l'accesso a soggetti «sgraditi», evitando di subire «quel danno competitivo che si accompagnerebbe a forme di incondizionata divulgazione al pubblico».

670 Si rinvia, sul punto, all'impostazione seguita da G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza*, cit., p. 284, secondo la quale «l'ordinamento consent[e] esclusivamente [il compimento] di operazioni compatibili con il c.d. «criterio paretiano», secondo il quale sono raccomandabili unicamente quei cambiamenti nei quali almeno una persona viene a trovarsi in una situazione migliore senza che nessuno venga a trovarsi in una situazione peggiore».

671 P. ABBADESSA, *La circolazione delle informazioni*, cit., p. 568.

672 CONSOB, *Q&A del 18 marzo 2021 sull'informazione selettiva,* cit., p. 3.

673 La identificazione del giustificato motivo nello «scopo sociale» è rilevata già da M. FOSCHINI, *Il diritto dell'azionista all'informazione*, Milano, Giuffrè, 1959, p. 201. Analogamente, S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo,* cit., p. 187, discorre di versione «operazionale» del principio dell'interesse sociale con riferimento alla giusta causa.

674 Il riferimento è alla giustificazione (imprenditoriale o societaria) alla base di comunicazioni selettive animate da intenti opportunistici.

ma consente di presumere che la diffusione escluda il perseguimento di un vantaggio extra-sociale, risultando idonea a contrastare modalità di impiego «auto-interessato» dell'informazione[675].

[675] S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo*, cit., p. 189.

Sezione II

L'INTERFERENZA DEL DIALOGO NELLA *GOVERNANCE* SOCIETARIA: LA DEFINIZIONE DEL MOMENTO DECISIONALE

SOMMARIO: 1. La compatibilità del dialogo con la connotazione tipologica della *governance*. – 2. La condivisione di informazioni e l'esigenza di una neutralizzazione della funzione gestoria. – 3. Il legame tra l'attività interlocutoria dei soci e l'attività esecutiva degli amministratori. La responsabilità del *board*. – 3.1. (*segue*) L'attività di direzione e coordinamento quale forma di intervento extra-assembleare nella gestione (brevi cenni). – 4. L'ingerenza dell'assemblea nella sfera della gestione (esclusiva). – 4.1. (*segue*) La redistribuzione del potere decisionale. – 4.2. (*segue*) L'inadeguatezza dell'organo gestorio solista nella transizione verso la sostenibilità.

1. La compatibilità del dialogo con la connotazione tipologica della *governance*.

La disciplina unionale in materia di *governance* societaria recepita, altresì, nell'ordinamento interno introduce, dunque, un dovere di *engagement* strumentale al perseguimento di finalità sociali diversificate[676], in sintonia con le prescrizioni che attribuiscono all'organo amministrativo il «*decision-making power*»[677] di individuare un equilibrio tra una pluralità di intenti senza presupporre una precostituita gerarchia[678]. Le scelte di politica legislativa circa la «immanenza» sulla gestione degli investitori istituzionali[679], pur funzionali alla tutela di istanze di natura pubblicistica[680], sembrano, allora, condurre a una sostanziale «detipizzazione» dei modelli societari[681]: il *trend* normativo configura, invero, una «modularità»[682] da cui discende, da un lato, una sempre maggiore «ibridazione»[683] e una crescente armonizzazione «bidirezionale» dei princìpi fondamentali concernenti la conduzione societaria e la correlata responsabilità; mentre, dall'altro, deriva una più intensa emersione e, dunque, una tendenziale

676 Sulla visione «elastica» di interesse sociale v. *supra*, cap. I, sez. I, § 1.1.

677 L. BENEDETTI, *L'*engagement *soci/amministratori*, cit., p. 1107.

678 G.B. PORTALE, *La società per azioni. Principi e problemi* (Scintillae iuris), in *Giur. comm.*, 2014, I, p. 144, adotta sul punto un diverso orientamento, osservando che «è molto controverso se effettivamente non debba sussistere una gerarchia, in testa alla quale porre l'interesse degli azionisti».

679 L. BENEDETTI, *L'*engagement *soci/amministratori*, cit., p. 1109.

680 Manifesta è la differenza rispetto alla previsione, nell'ordinamento domestico, in cui il socio di s.r.l., cui è riconosciuto un potere, non un dovere, di ingerirsi nella gestione, il quale, può discrezionalmente avvalersi delle prerogative riconosciutegli a tal fine dalla legge nel proprio esclusivo interesse; per un approfondimento in merito alla caratterizzazione del socio in termini di partecipazione attiva alla gestione cfr. B. FRANCONE, *L'ingerenza del socio nella gestione della s.r.l.: alcune riflessioni dopo il Codice della crisi di impresa*, in *Riv. dir. soc.*, 2021, *passim*.

681 P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e* governance *della "nuovissima" s.r.l.*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, p. 651, rileva «[i]l pericolo che dalla contaminazione dei tipi degeneri nella coincidenza dei tipi (o dalla ibridazione dei modelli societari si passi alla enucleazione di un codice organizzativo ibrido), e che così si annulli una distinzione di codici organizzativi».

682 P. MONTALENTI, *Il diritto societario dai "tipi" ai "modelli"*, in *Giur. comm.*, 2016, I, p. 444, osserva, sul punto, che «il principio di tipicità in senso tradizionale è ormai fortemente appannato».

683 V. BUONOCORE, *Le nuove forme di amministrazione*, cit., p. 394.

prevalenza «del diritto dell'impresa sul diritto delle società»[684]. L'assetto organizzativo conserva un ruolo determinante per la caratterizzazione societaria e, ancor più, le modalità in cui sono distribuiti i poteri e le competenze prodromici allo svolgimento della correlata attività, rispetto alla quale assumono particolare rilievo esigenze ulteriori, che «pongono in primo piano la prospettiva dell'impresa»[685].

Il cómpito di monitorare - e di dialogare con - l'ente, anche in merito ad aspetti cruciali della vita societaria, quali la strategia imprenditoriale e i connessi rischi, implica una riqualificazione della posizione assegnata al socio-investitore[686], nonché della «funzione giuridica» della società, nel rispetto di una condotta non opportunistica nell'organizzazione dell'impresa sociale e nei rapporti con tutti i soggetti coinvolti[687]; la conseguente necessità di forme più incisive di verifica delle *policies* e più intense di confronto tra le parti in gioco incrementano la qualità del dibattito, stimolando un confronto di rilievo e configurando una progressione nella *corporate governance*.

La partecipazione attiva resta l'unico potenziale rimedio - o, forse, l'ultimo baluardo - a tutela degli investitori cui non spetta alcun diritto nella gestione societaria - tenuto conto altresì del progressivo processo di marginalizzazione del diritto di voto[688] rilevante ai fini dell'esercizio del controllo - nonché lo strumento in grado di frenare l'opportunismo degli amministratori (e dei soci rilevanti) così da garantire una maggiore efficienza nella *governance*[689]: il *monitoring* induce l'organo amministrativo all'adozione di *best practice* di governo societario, per la loro intrinseca idoneità a incidere sulla credibilità e/o reputazione dell'emittente. Gli investitori istituzionali, se adeguatamente informati, godono dell'opportunità di equilibrare la variegata e cospicua realtà societaria, indirizzando la gestione societaria, innanzitutto, attraverso un dialogo ricorrente con il *board*, «che consenta un reciproco arricchimento di competenze e quindi un miglioramento decisionale», non solo ove appaia *ex post* abusivo ovvero inefficiente, ma per «imporre» una visione imprenditoriale preferibile *ex ante*[690].

---

684 Così L. CALVOSA, *Gestione dell'impresa e della società alla luce dei nuovi artt. 2086 e 2475 c.c.*, in *Società*, 2019, p. 802.

685 C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., p. 345.

686 Sembra utile evidenziare, sul punto, per una più accurata disamina, che mentre l'art. 3-*octies*, par. 1, lett. a) della Direttiva 2007/36/CE, come modificato dall'art. 1 della Direttiva (UE) 2017/828, impone un dovere di *engagement* esclusivamente in capo a «investitori istituzionali e gestori di attivi», l'art. 1, Principio IV, del Codice di *corporate governance*, richiamato altresì *supra*, in questo capitolo, sez. I, § 2, introduce una previsione più ampia, secondo cui «[l]'organo di amministrazione promuove, nelle forme più opportune, il dialogo con gli azionisti e gli altri *stakeholder* rilevanti per la società». In merito a tale ultimo profilo A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori istituzionali*, cit., p. 524, evidenzia che la prescrizione di un tale dovere appare in contrasto con la posizione del socio non qualificato, il quale agisce nel proprio interesse, «per cui è pienamente legittima, oltre che economicamente razionale, anche una sua apatia».

687 L'intuizione è di D. PREITE, *Investitori istituzionali*, cit., p. 490, il quale rileva la necessità di incentivare un'attività di sorveglianza da parte dei soci-investitori istituzionali, in grado di stimolare (anche attraverso dialoghi ricorrenti) e di sensibilizzare il *management* al rispetto alle esigenze della collettività e dei valori costituzionali diversi dal mero perseguimento dell'efficienza economica (p. 492).

688 *Infra*, cap. III, § 1.

689 In tema A. BENOCCI, *La regolamentazione del mercato del controllo societario tra ragioni di efficienza ed esigenze di garanzia*, in *Dir. banca mercato fin.*, 2018, p. 85.

690 D. PREITE, *Investitori istituzionali*, cit., p. 522.

Il sempre più intenso coinvolgimento degli azionisti segna, quindi, il passaggio da una posizione di mero controllo nei confronti dei gestori a un ruolo maggiormente collaborativo attraverso l'instaurazione con gli amministratori di un dialogo propositivo[691].

Emerge con chiarezza la ricerca di un «contatto» diretto tra il socio e la società, indipendente da - e/o ulteriore rispetto a - un eventuale successivo incontro in sede assembleare, che individua «in controluce» un ruolo attivo dell'investitore «che va oltre quello tradizionale ritagliato al socio»[692]. L'innovato modello di azionista si discosta dalla figura del mero risparmiatore o del semplice «*baileur de fonds*»[693] segnato da un «calcolato disinteresse» rispetto all'attività di gestione del proprio investimento, sostanzialmente delegata al *board*; di talché l'*engagement* accorda agli investitori istituzionali un potere di *monitoring* plasmato sull'archetipo di soci attivisti che rivestono un ruolo determinante nella tradizionale struttura corporativa della società azionaria, per quanto concerne la tutela, mediante il controllo sul *management*, di un vantaggio non solo personale, ma finanche generale[694].

La concessione di un potere-dovere di supervisione della correttezza dell'azione gestoria, in grado di incidere sulla direzione strategica assunta dalla società partecipata, ridefinisce, allora, i contorni del diritto di informazione degli azionisti, inteso quale «strumento essenziale» per una tangibile attuazione della vigilanza[695], «momento» del controllo indispensabile per la formulazione di un giudizio[696]. La prassi relativa ai dialoghi tra emittenti e soci-investitori non resta confinata alla realtà degli affari, ma trova un concreto riscontro normativo[697], che ammette una interazione dialogica non esclusivamente limitata alla trasmissione e alla conoscenza dei dati prodromici a un esercizio consapevole del diritto di voto in assemblea sulle materie all'ordine del giorno, bensì comprensiva anche - e soprattutto - di notizie altre attinenti alla *governance*[698], spostando all'esterno della cornice assembleare il momento di confronto; determinante, in tal senso, appare, quindi, la definizione quantitativa oltre che

---

691 *Supra*, in questo capitolo, sez. I, § 1.

692 G. MOLLO, *Il ruolo del socio nella gestione della s.p.a. quotata*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2018, p. 9.

693 P. ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nella società per azioni. Profili organizzativi*, Milano, Giuffrè, 1975, p. 54.

694 L. BENEDETTI, *L'*engagement *soci/amministratori*, cit., pp. 1108-1109.

695 In tal senso L. BENEDETTI, *L'*engagement *soci/amministratori*, cit., p. 1110.

696 M. PERRINO, *Il controllo individuale*, cit., p. 644.

697 U. TOMBARI, *Le nuove prospettive dell'"informazione societaria": il dialogo tra organo amministrativo e soci al di fuori del contesto assembleare*, in U. TOMBARI (a cura di), *Informazione societaria e* corporate governance *nella società quotata*, Torino, Giappichelli, 2018, p. 2.

698 In tema U. TOMBARI, *Le nuove prospettive*, cit., p. 4, osserva che il problema più delicato è se esista – ed allora in quali occasioni ed in presenza di quali presupposti – una facoltà del socio di chiedere informazioni al di fuori dell'assemblea e (soprattutto) se esista una facoltà (e non un obbligo) dell'organo amministrativo di fornire tali informazioni. Adotta un diverso orientamento sul punto L. BENEDETTI, *L'*engagement *soci/amministratori*, cit., p. 1110, il quale ammette l'esistenza di un «obbligo» degli amministratori della società emittente di fornire informazioni e non già di una mera facoltà, siccome adottando un diverso approccio, «il progetto eurocomunitario di una riforma della *governance* delle società quotate per il tramite del coinvolgimento dei soci sembra destinato a rimanere lettera morta».

qualitativa della riservatezza degli affari evocata per giustificare i limiti entro i quali è generalmente circoscritta la veicolazione di informazioni.

Nel contesto di revisione delle regole di *corporate governance* si rivela essenziale, allora, il bilanciamento tra una (nuova) condizione dinamica degli investitori e le istanze di tutela della «efficienza» e «fluidità» dell'iniziativa sociale[699], potenzialmente compromesse dal compimento di operazioni gestorie non sufficientemente ponderate. I soci esercitano un'azione di «*moral suasion*» nei confronti degli amministratori, incentivando l'assunzione finanche di «impegni socialmente responsabili»[700] e di politiche di sviluppo orientate da visioni onnicomprensive, proiettate sul lungo periodo, in grado di contrastare la tentazione di perseguire immediati profitti e, dunque, di assumere rischi eccessivi, a discapito di (seppur eventuali) opportunità future[701].

Il dialogo, ancorché condotto in via riservata e, sovente, in uno «stadio precoce» del processo decisionale[702], si mostra funzionale a una avvertita esigenza di armonizzazione della gestione - intesa quale «attività spiegata in funzione dello svolgimento dell'iniziativa economica»[703] e, perciò, caratterizzata da un non trascurabile grado di approssimazione[704] - alle preferenze della base azionaria. La molteplicità di attese che si «polarizzano» intorno alla conduzione dell'impresa non esclude aprioristicamente un coinvolgimento dei soci, destinatari in ultima istanza dei connessi risultati; né pare irragionevole, in un sistema di iniziativa economica privata, che l'opinione di chi investe capitale di rischio sia valutata positivamente[705]. L'assetto derivante da una politica di *engagement* in tal senso si riflette inevitabilmente sull'azione del *board* e, segnatamente, sulla doverosità e/o possibilità di valutare positivamente, oltre che prioritariamente, le indicazioni provenienti dai soci-investitori[706], tenuto conto, altresì, che ogni attività amministrativa è vincolata a una «funzione d'indirizzo», segnatamente una «funzione subordinata» che configura una posizione «di dovere»[707]. L'articolazione del momento decisionale e di valutazione degli obiettivi da perseguire non può, dunque, ostacolare interventi di orientamento e di indirizzo da parte dei soci,

---

699 M. PERRINO, *Il controllo individuale*, cit., p. 645.

700 A. CETRA, P. CUOMO, *"Responsabilità sociale"*, cit., p. 170, nt. 12, rilevano che tale impostazione trova la propria «sede naturale» nelle politiche di impegno, che, ai sensi dell'art. 124-*quinquies*, comma 1, t.u.f., hanno lo scopo di descrivere (e comunicare al mercato) le modalità con cui la società partecipata viene monitorata sulle questioni rilevanti, concernenti anche la sostenibilità.

701 In tema F. DENOZZA, *La Direttiva* Shareholders' Right II, cit., p. 101, il quale sottolinea che la difficoltà, in questo caso, resta quella di individuare i mezzi con cui incentivare, e facilitare, un efficace intervento dei soci.

702 S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo*, cit., p. 83.

703 P. ABBADESSA, *La gestione dell'impresa*, cit., p. 1.

704 C. ANGELICI, *A proposito di «interessi primordiali» dei soci e «gestione esclusiva» degli amministratori*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, p. 67, si riferisce alla gestione in termini di «nozione tipologica» e non di un «concetto».

705 In tal senso B. LIBONATI, *Il governo del consiglio di amministrazione di società per azioni*, in ID., *Scritti giuridici. Volume I. Impresa e società. Concorrenza e mercato. Gruppi. Bilanci e contabilità*, Milano, Giuffrè, 2013, p. 478, il quale sottolinea che colui che investe nella società «ben può essere il più idoneo o se si vuole il più accorto a decidere sulle scelte imprenditoriali da compiere».

706 In tema A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori istituzionali*, cit., p. 525; R. LENER, *Il ruolo degli investitori istituzionali*, cit., p. 508, il quale mette in luce il rischio che gli investitori istituzionali catturino i *managers* della società.

707 Così F. CORSI, *Il concetto di amministrazione nel diritto privato*, Milano, Giuffrè, 1974, pp. 116-117.

pur di fronte a un dato normativo che tende a «isolare» la posizione del *management*, chiamato, in ogni caso, ad agire nel preminente interesse sociale[708].

La prospettiva tracciata sembra condurre alla (ri)definizione di uno dei connotati tipologici della società azionaria: com'è ampiamente noto, la competenza di attuare scelte concernenti la *governance* societaria o, meglio ancóra, «il potere di decidere in merito al compimento degli atti di amministrazione dell'impresa sociale»[709] appartiene all'organo amministrativo, in conformità a un principio gerarchico di attribuzione, la cui «perentorietà»[710] conferisce alla società una certa dinamicità e rende più agevole individuare profili di responsabilità (nell'eventualità di esiti negativi dell'attività imprenditoriale)[711]. Cosicché, la trasmissione individualizzata di informazioni[712], in modo particolare quando destinata alla parte sociale influente - capace, cioè, di orientare *ex ante* l'operato dell'organo gestorio - pare *ictu oculi* porsi in contrasto con la «natura inderogabile»[713] del principio di «esaltazione del momento gestionale»[714] secondo cui la direzione degli affari sociali «spetta esclusivamente agli amministratori»[715].

Una eventuale ingerenza del socio nella sfera di attribuzioni del *board*, che non può semplicemente subirne le scelte qualora incidano sulla efficienza ed efficacia nell'adempimento della funzione gestoria[716], configurerebbe, invero, una forma di condivisione del potere di amministrazione, nonché una conseguente «menomazione» dell'indipendenza gestoria, confliggente con il principio sancito dall'art. 2380-*bis* c.c.[717].

Si pone, allora, una questione di compatibilità o, forse, di conciliabilità tra il dialogo extra-assembleare, inteso quale momento di «dibattito» nonché strumento per esercitare un'influenza sul *management*[718], e la portata da assegnare alla esclusività o, forse, più realisticamente, alla residualità gestoria[719].

2. La condivisione di informazioni e la neutralizzazione della funzione gestoria.

---

[708] In tema G. GUIZZI, *Riflessioni intorno all'art. 2380*-bis *c.c.*, in AA.VV., *Società, banche e crisi di impresa*. Liber amicorum *Pietro Abbadessa*, t. II, Milanofiori Assago, Utet, 2014, p. 1045.

[709] La definizione richiamata è imputabile a V. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, in V. BUONOCORE (fondato da), R. COSTI (diretto da) *Trattato di Diritto Commerciale*, Torino, Giappichelli, 2019, p. 54. Cfr. altresì C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., p. 348.

[710] P. ABBADESSA, *La gestione dell'impresa*, cit., p. 54.

[711] In termini C. ANGELICI, *A proposito di «interessi primordiali»*, cit., p. 73.

[712] *Supra*, in questo capitolo, Sez. I, § 4.

[713] M. SANDULLI, *sub* art. 2380-*bis*, in M. SANDULLI, V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società. Amministrazione controllo e bilancio nella riforma delle s.p.a. Artt. 2380-2435*-bis *cod. civ.*, Torino, Giappichelli, 2003, p. 398.

[714] V. BUONOCORE, *Le nuove forme di amministrazione*, cit., p. 398.

[715] Il principio di competenza esclusiva è sancito dall'art. 2380-*bis*, comma 1, c.c., a tenore del quale «[l]a gestione dell'impresa si svolge nel rispetto della disposizione di cui all'articolo 2086, secondo comma, e spetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale».

[716] M. STELLA RICHTER JR., *Profili attuali dell'amministrazione*, cit., p. 428.

[717] Così S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo,* cit., p. 90.

[718] G. BALP, *Società quotate e partecipazione all'assemblea*, cit., pp. 210-211.

[719] *Infra*, in questa sezione, § 4.

Il preliminare confronto con la compagine sociale deriva tendenzialmente da una scelta discrezionale e, in ogni caso, revocabile degli amministratori, la cui legittimazione sembra rinvenirsi nel positivo intento di realizzare una gestione coerente alle inclinazioni della base azionaria; ciononostante, nel momento in cui l'interlocuzione con i soci investe anche l'àmbito imprenditoriale (le cui valutazioni sono rimesse all'organo gestionale) il rischio è la determinazione di un attrito con la «riserva gestoria» di cui all'art. 2380-*bis* c.c.[720].

La condotta del *board* è, invero, influenzata da meccanismi «esterni»[721], sebbene le decisioni adottate rimangano tendenzialmente il risultato di una scelta incondizionata: la condivisione di informazioni non conduce inesorabilmente a una rinuncia tacita all'incarico concernente la gestione e, di conseguenza, a una devoluzione e/o condivisione della *governance* con il fruitore dell'informazione; l'organo amministrativo conserva comunque un margine di autosufficienza tale da riuscire a prescindere dalle indicazioni provenienti dai soci[722], in una logica che qualifica gli amministratori come «interpreti esclusivi delle strategie imprenditoriali»[723]. Il dialogo non sembra, allora, relegare la competenza esclusiva a «mera regola di riparto» di attribuzioni tra azionisti e gestori, ma si presta a essere osservato quale presupposto di analisi preventiva del *board* rispetto alle istanze ovvero alle pressioni provenienti dai soci[724]: il confronto deve, allora, essere parametrato all'entità della richiesta formulata, disattendendo appelli al merito della gestione o interrogazioni reiterate pur avendo già dato luogo a precedenti momenti di comunicazione[725].

L'obiettivo di «neutralizzare» la funzione gestoria dal rischio che gli amministratori possano essere portatori di «interessi interferenti»[726] sembra porsi quale logico corollario di una simile ricostruzione, rispetto non soltanto a interferenze (esterne) - il coinvolgimento di una più ampia partecipazione degli azionisti al processo decisionale richiede senza dubbio di mettere in discussione la scelta legislativa di neutralità del sistema di gestione - bensì a condotte (interne) interessate o, altrimenti, opportunistiche. L'espressione rivendica una «insopprimibile» necessità di efficienza di un'azione amministrativa «disinteressata» ovvero «depurata»[727] da contaminazioni che

---

[720] In tema G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori*, cit., p. 722.

[721] G. ROSSI, *Le c.d. regole di «* corporate governance *» sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 6.

[722] In senso analogo S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo,* cit., p. 89, il quale esclude, quale conseguenza di una eventuale consultazione dei soci da parte del *board*, preliminarmente all'adozione di una decisione, il verificarsi di una ipotesi di «condivisione di potere gestorio».

[723] G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori*, cit., p. 723.

[724] G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori*, cit., pp. 722-723.

[725] In tema 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».

[726] G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi. Trasparenza, ponderazione e imparzialità nell'amministrazione delle s.p.a.*, Milano, Giuffrè, 2014, p. 36.

[727] In tema F. BARACHINI, *Tutela delle minoranze e organo gestorio*, in ID. (a cura di), *La tutela del socio e delle minoranze. Studi in onore di Alberto Mazzoni*, Torino, Giappichelli, 2018, p. 92, il quale collega la nozione di «neutralità» a quella di «genuinità» e, così, alla indipendenza delle decisioni gestorie.

allontanano la *governance* dall'interesse sociale unitariamente inteso[728]. La «totale neutralità» della forma organizzativa, che concerne, invero, il rapporto tra *managers* e proprietà, mal si concilia, dunque, con le modalità di esercizio del potere, nonché con la metodologia impiegata e/o da impiegarsi per il concreto perseguimento dello scopo definito sulla base dei *desiderata* sociali[729]. L'obiettivo resta quello di eludere un eventuale sacrificio delle attese sociali, quale conseguenza di un esercizio dell'ufficio amministrativo deviato da interessi altri e, in ogni caso, dalla eterogeneità degli intenti, nel perseguimento di un risultato di efficacia della gestione[730]; la questione controversa involge, dunque, i soci a prescindere da una loro collocazione maggioritaria o minoritaria[731].

Il delineato parametro organizzativo, nell'*iter* decisionale che coinvolge il *board*, ridimensiona il dialogo extra-assembleare a una «fase di ascolto», pertanto inidonea a pregiudicare il processo decisionale dei gestori nei cui confronti possono essere fatti valere profili di responsabilità[732].

Il regime prescrittivo contenuto nell'art. 2380-*bis* c.c. sembra esonerare, inoltre, gli amministratori da un onere di motivazione specifico, qualora abbiano ritenuto di non dar corso a interlocuzioni di sorta ovvero i contatti intervenuti non abbiano condotto a esiti meritevoli di considerazione[733]. La discrezionalità connessa a un potere funzionale e a una competenza decisionale generale[734] si sottrae, cioè, alla necessità di esporre un «congruo enunciato motivatorio» qualora l'organo esecutivo abbia realizzato attività non arbitrarie e nemmanco operazioni illogiche, rivelandosi inequivocabile, in tal caso, la razionalità e la coerenza delle soluzioni adottate rispetto

---

[728] In tal senso A. STAGNO D'ALCONTRES, *Informazione dei soci e tutela*, cit., p. 320, il quale rileva una sostanziale coincidenza tra interesse degli azionisti di minoranza, interesse degli investitori e del mercato e interesse sociale.

[729] In tema F. DENOZZA, *Il conflitto di interessi fra soci e altri* stakeholders, in R. SACCHI (a cura di), *Conflitto di interessi e interessi in conflitto in una prospettiva interdisciplinare*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, p. 475.

[730] C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., p. 349, evidenzia l'esigenza di una conduzione imprenditoriale «neutrale» rispetto alla eterogeneità degli interessi coinvolti.

[731] F. BARACHINI, *Tutela delle minoranze*, cit., pp. 92-93, rileva la differenza con il concetto di «neutralità» relativo ai sistemi a proprietà concentrata, in cui quell'esigenza si pone con riguardo ai soli soci di maggioranza; ravvisa, cioè, l'esigenza di evitare che il potere di influenza dei soci rilevanti possa interferire nell'azione dei gestori, inducendoli a compiere scelte pregiudizievoli per i soci minoritari o, comunque, non pienamente funzionali a promuovere gli interessi degli stessi. P. MONTALENTI, *La società quotata*, cit., p. 137 osserva come nelle società ad azionariato diffuso la collocazione maggioritaria o minoritaria dei soci resti un dato agevolmente superabile, tenuto conto che il nucleo valutativo debba essere spostato verso la tutela della correttezza gestoria. Sul punto v. altresì M. CAMPOBASSO, *La tutela delle minoranze tra società aperte e società chiuse*, in F. BARACHINI (a cura di), *Impresa. Società di capitali. Mercati finanziari*, Torino, Giappichelli, 2017, p. 131, il quale osserva che «tutelare gli azionisti di minoranza nelle società quotate è tutelare il mercato».

[732] G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori*, cit., p. 723.

[733] G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori*, cit., p. 725.

[734] M. FRANZONI, *sub* Art. 2380-*bis*, in ID., *Società per azioni. Tomo III. Dell'amministrazione e del controllo*, in F. GALGANO (a cura di), *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, Zanichelli-Il foro italiano, 2008, p. 16.

alla eterogeneità degli interessi di cui ai gestori è relegata la cura[735]. La (ri)definizione della *governance* non legittima certo i gestori a disattendere in maniera del tutto arbitraria il confronto con i soci, così arginando il dialogo a mera opinione, ma sposta il terreno di indagine sul piano dei rapporti interni tra amministratori e base azionaria[736].

3. Il legame tra l'attività interlocutoria dei soci e l'attività esecutiva degli amministratori. La responsabilità del *board*.

La *ratio* del principio cristallizzato nell'art. 2380-*bis* c.c. sembra riconducibile all'esigenza di assicurare una «esatta definizione dei meccanismi di governo dell'impresa e di ripartizione dei poteri fra le componenti dell'organizzazione societaria»[737], determinando una «perimetrazione» delle competenze assembleari[738], nella prospettiva di realizzare una apertura a forme sia partecipative sia di impresa non limitate a realtà economiche dimensionalmente ridotte[739].

Il precetto contenuto all'art. 4, comma 2, lett. *b*), della legge delega 3 ottobre 2001, n. 366[740], impone di prevedere «un assetto organizzativo idoneo a promuovere l'efficienza e la correttezza della gestione dell'impresa sociale». La locuzione «efficienza» richiama l'apice dell'autonomia manageriale e della celerità dei processi decisionali, elementi essenziali tali da consentire una tempestiva risposta alle necessità dell'impresa in una prospettiva di massima valorizzazione della capacità competitiva; non è agevole, tuttavia, conciliare l'avvertita esigenza con la «correttezza», che normalmente prescrive l'adozione e il rispetto di regole procedimentali e di obblighi informativi[741]. Relativamente alla «disciplina dell'amministrazione e dei controlli» nelle società per azioni, l'art. 4, comma 8, lett. *c*), della legge delega 3 ottobre 2001, n. 366, attribuisce, altresì, all'organo amministrativo «esclusiva responsabilità di gestione dell'impresa sociale»[742]. L'espressione sembra alludere alla volontà di rendere gli amministratori sistematicamente e inderogabilmente responsabili per gli atti di gestione, piuttosto che accertare una competenza decisionale esclusiva in termini di conduzione dell'impresa[743]: individua, cioè, una competenza dell'organo

---

735 L. MARCHEGIANI, *La motivazione delle deliberazioni consiliari nelle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2018, p. 194, la quale evidenzia, altresì, che la necessità di una specifica motivazione si rende necessaria solo nei casi di dissenso dalle direttive o dai pareri espressi dall'assemblea (p. 197).

736 Cfr. A. TUCCI, *Gestione dell'impresa sociale e "supervisione" degli azionisti. L'esperienza italiana a confronto con la disciplina delle* public companies *americane*, Milano, Giuffrè, 2003, p. 213.

737 In termini P. ABBADESSA, A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, p. 306.

738 *Infra*, in questa sezione, § 4.

739 Così P. MONTALENTI, *I problemi*, cit., p. 374.

740 Per un approfondimento sui princìpi contenuti nella legge delega 3 ottobre 2001, n. 366, si rinvia a N. RONDINONE, *I principi della L. n. 366/2001 in tema di composizione e competenze nell'organo amministrativo delle s.p.a.*, in *Società*, 2002, pp. 414 ss.

741 V. CALANDRA BUONAURA, *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2003, I, p. 536, sottolinea come non risulti «agevole individuare, in astratto, il corretto punto di equilibrio tra queste due opposte esigenze».

742 N. RONDINONE, *I principi della L. n. 366/2001*, cit., p. 415, ove ulteriori riferimenti.

743 S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo,* cit., p. 91, nt. 64.

amministrativo con riferimento alla «esclusiva responsabilità» di gestione e non, dunque, alla «gestione esclusiva» dell'impresa sociale[744].

La funzione riservata al *board*, concernente il compimento delle operazioni direttive dell'attività di impresa e/o la conclusione degli atti giuridici che impegnano la società verso l'esterno[745], appare, allora, incongrua rispetto alla necessità di garantire l'assenza di lacune di responsabilità nell'esercizio del potere gestorio. L'imputabilità degli atti di gestione è controbilanciata, invero, dall'attribuzione ai *managers*, investiti di ampi poteri decisionali, della facoltà di «disapplicare» il compimento dell'atto[746] ove risulti illegittimo o dannoso, per sottrarsi alla eventuale responsabilità, ma non anche dal potere «di deciderlo in solitudine»[747]. La fase decisoria delle operazioni sociali, riservata ai soli amministratori ed elevata a materia di esclusiva responsabilità[748], contempla tra gli elementi di valutazione altresì il confronto con i soci e le circostanze oggetto del dialogo; l'attuazione «secondo buona fede» delle indicazioni (anche) extra-assembleari - che si pongono in apparente contraddizione con il rafforzamento della posizione del *board* - attiene, dunque, al profilo della responsabilità ultima verso la società e non già alla competenza[749], essendo l'organo gestorio libero di non porre in essere l'atto rispetto al quale sia stato indirizzato. L'effetto invasivo che può eventualmente sorgere dall'*engagement* dei soci riguarda la rappresentazione delle istanze degli investitori, ma non impone un vincolo alla discrezionalità degli amministratori nell'assumere le scelte gestorie[750].

Non si discute, beninteso, di una formale trasmissione di decisioni da parte del socio attivista, insidia da cui deriverebbe potenzialmente finanche una propria responsabilità per aver indotto gli amministratori ad assumere una decisione errata o pregiudizievole, sfruttando intenzionalmente una personale influenza sulla gestione della società[751].

---

744 Il rilievo è diffuso; cfr., tra molti, G.B. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum *Gian Franco Campobasso*, t. II, Milanofiori Assago, Utet, 2006, p. 10.

745 A. DE NICOLA, *sub* Art. 2380-bis, in F. GHEZZI (a cura di), *Amministratori*, P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, Egea, 2005, p. 91.

746 P. ABBADESSA, *L'assemblea nella s.p.a.: competenza e procedimento nella legge di riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 543, afferma che «esclusiva responsabilità non equivale ad esclusiva competenza».

747 S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo*, cit., p 92, sottolinea che «la responsabilità degli amministratori resta ferma anche nel caso in cui la decisione sia adottata da - o con il concorso di - altri organi», in quanto la prescrizione contenuta nell'art. 2380-*bis* c.c. permette agli amministratori di non attuare la decisione «ove la ritengano illegittima o dannosa». A. TUCCI, *Gestione dell'impresa sociale*, cit., p. 213, in merito alla portata precettiva dell'art. 2380-*bis* c.c. evidenzia che il principio contenuto nella disposizione *de qua* assume i toni di una «norma manifesto».

748 F. GALGANO, *I gruppi nella riforma delle società di capitali*, in *Contr. e impr.*, 2002, p. 1025.

749 In tal senso A. TUCCI, *Gestione dell'impresa sociale*, cit., p. 215, con riferimento alle deliberazioni dell'assemblea richieste dalla legge, cui riconosce «natura vincolante».

750 In tema L. BENEDETTI, *L'*engagement *soci/amministratori*, cit., p. 1096.

751 Emblematico, in tal senso, è il caso giurisprudenziale, deciso nel 2018 dalla *Court of Chancery of the State of Delaware*, In re PLX Tech. Stockholders Litigation, Cons. C.A. No. 9880-VCL – July 18, 2018 – October 16, 2018 – Laster (Vice-Chancellor), in *Riv. dir. soc.*, 2020, III, pp. 207 ss., con nota di P. FAZZINI, *Doveri fiduciari degli amministratori designati dai fondi attivisti e conflitto di interessi: alcune considerazioni in una prospettiva transatlantica*, il quale mette in luce la possibilità di ravvisare una responsabilità in capo a un socio-investitore per aver indotto gli amministratori della società partecipata ad assumere una decisione - nella specie, la vendita della società a un prezzo ragionevolmente inferiore al *fair value* - in

Gli amministratori fruiscono di una propria legittimazione a condurre l'impresa societaria e sono investiti di una propria responsabilità (verso la società, verso i creditori sociali, verso singoli soci o terzi che si ritengano direttamente danneggiati)[752]; il *focus* si sposta, invece, verso il riconoscimento della facoltà dell'azionista di esercitare, in linea di principio, poteri che esulano dal contesto assembleare, così delineandosi un controllo che, prescindendo dalla dialettica tra organi sociali, favorisce un dialogo «informale» tra i soci e tra questi e gli amministratori, in grado di incidere sul governo dell'impresa[753]. La consultazione preventiva della base azionaria relativamente alle operazioni da compiere non genera inevitabilmente una condivisione di potere, né l'interlocuzione comporta una imposizione a danno degli amministratori o, ancor meno, una inverosimile esautorazione del *board*: il «contenuto normativo» della personalità giuridica riconosciuta alla società azionaria riserva, invero, ai soggetti responsabili della gestione una «sfera intangibile» di poteri in merito al compimento dei singoli atti in cui si articola l'attività che forma oggetto del contratto sociale[754].

Emerge, così, l'assenza di un insanabile contrasto tra interlocuzione e gestione in via esclusiva della società: il necessario collegamento tra l'attività interlocutoria dei soci e l'attività esecutiva degli amministratori rappresenta il «congegno tecnico» che consente di imputare ai secondi le conseguenze degli atti voluti dai primi e di sanzionare, nell'interesse dei terzi, la violazione dei doveri di oculata e corretta gestione della società[755].

3.1. (*segue*) L'attività di direzione e coordinamento quale forma di intervento extra-assembleare nella gestione (brevi cenni).

La soggezione del *management* alle direttive extra-assembleari incontra un riferimento (anche) nella disciplina della «forma tipica di governo della grande impresa azionaria»[756]: il potere di direzione e coordinamento configura, invero, una peculiare

---

violazione del *duty of care*. Ciononostante, la decisione della *Court of Chancery*, poi integralmente confermata dalla *Supreme Court*, si conclude con la mancata condanna del socio convenuto: decisiva, a tal fine, è la mancata prova del danno subìto. In tema v. altresì A. DACCÒ*, Profili generali e interessi rilevanti*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, t. III, Milano, Utet, 2022, pp. 13-14, nt. 41; ID., *Il ruolo degli investitori istituzionali,* cit., p. 525. L. CALVOSA, *Gestione dell'impresa*, cit., p. 802, non esclude «in una con la responsabilità degli amministratori», anche la responsabilità dei soci che abbiano autorizzato intenzionalmente il compimento di atti dannosi per la società, i soci o i terzi, richiamando, sul punto, il § 117, Abs. 1, AktG circa la responsabilità di chiunque «(anche non socio, e quindi anche del socio) [che] usi intenzionalmente la propria influenza sulla società allo scopo di indurre uno o più amministratori ad agire in modo pregiudizievole per la società, in solido con la responsabilità degli amministratori».

[752] F. GALGANO, *I gruppi nella riforma*, cit., pp. 1024-1025, discorre al riguardo di «direttive confidenziali».

[753] In tema A. TUCCI, *Gestione dell'impresa sociale*, cit., pp. 217-218, il quale individua nella disciplina dei patti parasociali introdotta dagli artt. 2341-*bis* e 2341-*ter* c.c. un ulteriore riconoscimento della legittimità dell'esercizio di poteri extra-assembleari.

[754] A. TUCCI, *Gestione dell'impresa sociale*, cit., p. 221.

[755] Così V. CALANDRA BUONAURA, *Potere di gestione e potere di rappresentanza degli amministratori*, in G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, t. IV, Torino, Utet, 1991, pp. 108-109.

[756] In questi termini definisce il «gruppo di società» A. TUCCI, *Gestione dell'impresa sociale*, cit., p. 217.

forma di ingerenza del socio nella gestione della società partecipata[757]. L'art. 2497 c.c. individua nella «violazione dei princìpi di corretta gestione societaria e imprenditoriale» le condizioni per la configurazione di una responsabilità dell'ente capogruppo per l'esercizio scorretto e/o abusivo del potere di imprimere una direzione unitaria alla società controllata, «per il pregiudizio arrecato alla redditività ed al valore della partecipazione sociale, nonché nei confronti dei creditori sociali per la lesione cagionata all'integrità del patrimonio della società»; parimenti, definisce, seppur indirettamente, i confini di liceità dell'influenza sui processi decisionali della società sussidiaria, legittimando, cioè, una forma di immistione nella conduzione degli affari sociali. La pressoché assoluta emancipazione degli amministratori nella gestione dell'impresa coesiste, dunque, con una «subordinazione» alle istruzioni extra-assembleari della società controllante[758].

Il precetto contenuto nell'art. 2380-*bis* c.c. deve, allora, essere interpretato - e mitigato - alla luce del principio di legalità dell'attività di direzione e coordinamento, il quale implica indubbiamente che poteri gestori relativi alla società «dipendente» siano legittimamente accordati anche alla società capogruppo, o più precisamente, all'organo amministrativo della società capogruppo[759]. Ne consegue che la disciplina generale delle società per azioni finisce per avere, di fatto, un àmbito di applicazione «residuale» proprio nelle società di maggiori dimensioni[760]: a rigore, l'attività attinente ai profili strettamente operativi e, dunque, la sfera amministrativa è assegnata alla esclusiva competenza dell'organo gestorio della società controllata; tuttavia, la società controllante potrebbe ingerirsi, nei limiti previsti dalla legge, attraverso la propria attività di direzione e coordinamento relativamente ai profili organizzativi dell'ente, alle scelte strategiche, alla programmazione e, in generale, allo sviluppo dell'impresa[761].

La conduzione di una società soggetta all'altrui attività di direzione e coordinamento non è, allora, unicamente affidata al connesso organo amministrativo, ma «necessariamente condivisa» con l'ente che esercita l'attività di direzione unitaria[762].

4. L'ingerenza dell'assemblea nella sfera della gestione (esclusiva).

La portata apparentemente totalizzante del principio di competenza esclusiva nel compimento «[del]le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale» si

---

[757] Non vi è alcuna pretesa di ripercorrere, in questa sede, i lineamenti della disciplina sulla direzione e coordinamento di società; pertanto, per un approfondimento del tema, senza alcuna pretesa di completezza, si rinvia a U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, Milano, Giuffrè, 2010, pp. 1 ss.

[758] A. TUCCI, *Gestione dell'impresa sociale*, cit., p. 216, discorre, al riguardo, di «paradosso».

[759] U. TOMBARI, *Disciplina del gruppo di imprese e riflessi sulle procedure concorsuali*, in *Fallimento*, 2004, p. 1165, nt. 15.

[760] A. TUCCI, *Gestione dell'impresa sociale*, cit., p. 217, osserva che l'introduzione della disciplina dell'attività di direzione e coordinamento abbia «una portata disgregatrice di alcuni tra i più consolidati dogmi del nostro diritto societario».

[761] M. SANDULLI, *sub* art. 2380-*bis*, cit., p. 399.

[762] S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo*, cit., pp. 99-100, osserva (p. 100) che «se la gestione spettasse veramente in via esclusiva agli amministratori, non vi sarebbe spazio per forme di ingerenza del socio nell'area della gestione come quelle previste e legittimate dagli artt. 2497 ss. c.c.».

scontra con la «mobilità» o, più precisamente, con la «incertezza semantica» del concetto stesso di gestione e, dunque, con la correlata difficoltà di individuare e delimitare con esattezza il nucleo contenutistico della nozione[763] rispetto al più ampio significato di amministrazione[764]. La determinazione della effettiva entità dell'espressione impone di abbandonare un criterio valutativo puramente nominalistico, legato, cioè, alla imputazione organica di mansioni amministrative, e di incentrarsi «[su]l concreto atteggiarsi dei processi decisionali» della società[765] orientati al raggiungimento di un equilibrio fra i fattori di produzione interni e il contesto in cui l'impresa opera, tale da consentire una massimizzazione del suo risultato complessivamente inteso[766]: «amministrare significa [invero] operare per il migliore risultato dell'impresa e un buon amministratore non può trascurare le opportunità ed i rischi derivanti dal contesto in cui l'impresa si trova concretamente ad operare»[767]. La vincolatività implicita del potere gestorio limita, infatti, l'azione ai soli atti necessari alla realizzazione della predeterminata attività economica; siffatta impostazione non sembra ricondurre nella spettanza esclusiva degli amministratori «senza esitazioni» quelle decisioni che, modificando radicalmente il preesistente assetto societario, incidono in misura significativa sul tenore anche economico dei diritti sociali assegnati agli azionisti[768], modificandone sostanzialmente il contenuto e/o le modalità di esercizio[769].

Nello scenario proposto, il dovere «allargato» degli amministratori, volto al perseguimento, altresì, del successo dell'impresa in una prospettiva di lungo periodo, richiede, allora, l'elaborazione di *policies* atte a garantire la compatibilità della strategia adottata con la transizione verso un'economia sostenibile[770], attraverso un'accurata ponderazione del rapporto costi/benefici.

La rigida separazione o, meglio ancóra, la netta contrapposizione dei ruoli caratterizzanti la struttura corporativa della società azionaria - come prefigurata dall'art. 2380-*bis* c.c., che intende espugnare «l'ultimo fortino della "supremazia"

---

763 M. MAUGERI, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2013, pp. 406-407.

764 M. SCIUTO, *Il ruolo dell'assemblea dei soci nel tipo s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2018, I, p. 348.

765 M. MAUGERI, *Considerazioni*, cit., p. 407.

766 C. ANGELICI, *Divagazioni,* cit., pp. 15-16

767 M. CAMPOBASSO, *Gli amministratori,* cit., p. 17.

768 In tema M. MAUGERI, *Considerazioni*, cit., p. 406, nt. 228, il quale dubita che gli amministratori siano abilitati, senza chiamare i soci ad assumere una determinazione sul punto, a decidere in completa autonomia in merito a operazioni in grado di incidere in misura rilevante sul contenuto economico e materiale dei diritti sociali, quali, ad esempio: *(i)* scorporo dell'intera azienda in una società controllata con conseguente sostanziale svuotamento del potere assembleare di stabilire misura e tempi di remunerazione dell'investimento nell'attività operativa e di nominare i soggetti preposti alla sua direzione (scelte che di fatto, dopo lo scorporo, resterebbero appannaggio dei soli amministratori della società scorporante); *(ii)* fusione della società conferitaria con un'impresa terza o un aumento di capitale a essa riservato, così inducendo la dismissione del controllo sull'attività della società madre; *(iii)* alienazione a terzi dell'intera azienda; *(iv)* soggezione della società all'altrui controllo esterno ovvero alla altrui eterodirezione.

769 V. CALANDRA BUONAURA, *I modelli di amministrazione*, cit., p. 542.

770 C. RICCHETTI, Say on climate, *dall'attivismo all'obbligo: nuovi doveri degli amministratori*, in *Riv. dott. comm.*, 2023, pp. 98-99.

assembleare»[771] - risulta ulteriormente incrinata dal potere di «veto» riservato ai soci sull'attuazione di peculiari operazioni concernenti la *governance* dell'ente[772]: l'art. 2364, comma 1, n. 5, c.c. accorda, invero, all'organo assembleare la facoltà di «delibera[re] sugli altri oggetti attribuiti dalla legge alla competenza dell'assemblea, nonché sulle autorizzazioni eventualmente richieste dallo statuto per il compimento di atti degli amministratori». La scelta, «apparentemente drastica», risultante dal combinato disposto delle disposizioni testé citate è verosimilmente attenuata dalla indubbia interferenza delle autorizzazioni assembleari[773], laddove la eventuale negazione al compimento di un'operazione comporta una «penetrante ingerenza in senso ostativo al potere gestorio dell'organo amministrativo»[774]. Sicché, in assenza di una clausola che preveda la preventiva autorizzazione, il *board* è libero di agire in completa autonomia, secondo lo schema «esclusivistico» delineato dall'art. 2380-*bis* c.c.; al contrario, in presenza di autorizzazioni «attribuite alla competenza [assembleare] ovvero […] eventualmente richieste dallo statuto», la relativa attività può essere esercitata solo con la cooperazione degli azionisti[775]. L'enunciato precettivo della disposizione normativa *de qua* sembra essenzialmente «marcare» un allontanamento degli azionisti dallo spazio funzionale di pertinenza gestoria, circostanza enfatizzata dalla indisponibilità dell'assemblea del potere «sia di avocare a sé unilateralmente decisioni d'impresa di spettanza degli amministratori, sia di attivarsi autonomamente al fine di assumere determinazioni su materie pur rientranti nella sua competenza»[776]. La configurazione evocata segnala, dunque, una mancanza di «autosufficienza operativa» dell'organo

---

[771] M. MAUGERI, *Considerazioni*, cit., p. 339.

[772] Con riferimento al potere di «veto» cfr. S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo*, cit., p. 94; P. ABBADESSA, A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea*, cit., p. 295; F. BRIOLINI, *Gli strumenti di controllo degli azionisti di minoranza sulla gestione*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, Giappichelli, 2010, p. 19. Sembra opportuno precisare, sul punto, che non soltanto i soci hanno la facoltà di opporsi al compimento di un atto gestorio, paralizzando l'iniziativa dell'organo amministrativo, ma analogamente anche l'organo amministrativo può sempre rifiutarsi di compiere l'atto autorizzato dall'assemblea, ove si convinca successivamente dell'opportunità di non dar corso all'iniziativa.

[773] M. SCIUTO, *Il ruolo dell'assemblea*, cit., p. 348. F. GUERRERA, *La responsabilità "deliberativa"*, cit., p. 74, individua nell'autorizzazione assembleare una modalità di «partecipazione» al processo decisionale societario e, dunque, una forma di «concorso necessario» a integrare i poteri dell'organo amministrativo, attribuendo alla stessa «il significato proprio di riserva statutaria alla collettività dei soci di una «frazione» del […] potere decisionale [degli amministratori]» (p. 75).

[774] G.B. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio*, cit., p. 26, discorre, sul punto, di «*Vetorecht*», mettendo in evidenza come «[l]a negazione equival[ga] ad un divieto, per gli amministratori, di compiere l'operazione, mentre essi non sono vincolati a porla in essere nel caso di sua concessione».

[775] S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo*, cit., p. 94, nt. 78, sottolinea che l'unico caso in cui agli amministratori è consentito compiere l'atto in assenza della prescritta autorizzazione assembleare è «laddove vi sia urgenza di evitare un danno alla società e una tale urgenza impedisca agli amministratori di attendere un pronunciamento assembleare sull'operazione»; in senso conforme P. ABBADESSA, A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea*, cit., pp. 295-296, i quali discorrono di una applicazione analogica dell'art. 2258, comma 3, c.c., «che può ritenersi espressione di un principio generale in materia di amministrazione societaria»; per uno spunto nella medesima direzione, anche se in altro contesto, cfr. P.M. SANFILIPPO, *Riforma delle società e interpreti in controtendenza: il caso della delega amministrativa "obbligatoria"*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, I, p. 460.

[776] M. MAUGERI, *Considerazioni*, cit., pp. 343-344.

assembleare: il «valore» giuridico della deliberazione[777], inteso quale atto «tipicamente organizzativo»[778], richiede normalmente una condotta attuativa degli amministratori, elemento essenziale contemplato nella «triade di competenze […] coessenziale al concetto di organizzazione corporativa»[779], finanche in ordine alla sua adozione, salva la possibilità, nelle ipotesi in cui la convocazione sia normativamente imposta, che all'omissione dell'organo di gestione «supplisca l'iniziativa dell'organo di controllo» ai sensi dell'art. 2406, comma 1, c.c.[780].

Ciò non equivale ad asserire che il modello delineato di riparto di competenze tra organi sociali sia caratterizzato da una incontrastata primazia dei gestori; di talché, la decisione dell'assemblea su profili di rilievo per la gestione dell'impresa sociale incide notevolmente sull'assunto circa una totale estraneità dei soci alla *governance*[781]. La rivalutazione degli spazi di intervento assembleare pare, allora, necessaria al fine di (ri)orientare i poteri di *voice* degli investitori nel senso di un «periodico scrutinio» delle scelte compiute dalla direzione dell'impresa e di una verifica circa la conformità delle decisioni con gli interessi alla base dell'investimento azionario[782]. La riduzione della portata «effettuale» delle deliberazioni assembleari concernenti la gestione societaria - l'art. 2364 c.c. delinea un «catalogo» di materie sulle quali è chiamata a pronunciarsi l'adunanza - non consente, in ogni caso, di reputare preclusa la selezione di ulteriori o alternative ipotesi di coinvolgimento dei soci nel processo decisionale relativo al compimento di attività potenzialmente idonee a incidere in misura rilevante sui relativi diritti partecipativi e di negare, dunque, l'esistenza di un dovere degli amministratori di eventualmente attivare un siffatto coinvolgimento[783].

L'informazione consegna all'investitore, come anticipato[784], un peculiare strumento funzionale alla supervisione del *management*, di talché la locuzione *engagement* sembra delineare una specificazione del concetto di *activism*, espressione comunemente utilizzata per indicare le plurime iniziative con cui i soci si rendono parte attiva nei confronti della società partecipata nonché degli amministratori «per modificarne, rispettivamente, le regole organizzative interne o le politiche di gestione; e ciò, all'esito di un'attività di monitoraggio e di intervento realizzata attraverso l'esercizio (innanzitutto) dei diritti sociali» - in primo luogo il diritto di voto, in alternativa al disinvestimento, non sempre praticabile né conveniente - nonché di ogni ulteriore potere di persuasione derivante da una compiuta informazione[785]: nel contesto

---

[777] Con riferimento alla deliberazione assembleare intesa quale «valore» nella disciplina delle società per azioni, cfr. C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., p. 315.

[778] P. FERRO-LUZZI, *La conformità delle deliberazioni assembleari alla legge ed all'atto costitutivo*, Milano, Giuffrè, 1993, p. 118, distingue tra «natura organizzativa» e «di imputazione» della deliberazione assembleare.

[779] P. SPADA, M. SCIUTO, *Il tipo della società per azioni*, in G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, t. I, Torino, Utet, 2004, p. 51, discorrono, in tal senso, con riferimento a «deliberazione [assembleare]», «amministrazione» ed «esternazione».

[780] M. MAUGERI, *Considerazioni*, cit., p. 345, nt. 25.

[781] M. SCIUTO, *Il ruolo dell'assemblea*, cit., p. 348.

[782] M. MAUGERI, *Considerazioni*, cit., p. 340.

[783] M. MAUGERI, *Considerazioni*, cit., p. 343.

[784] *Supra*, in questo capitolo, sez. I, § 3.

[785] M. EREDE, G. SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento* short-term, cit., p. 934.

rappresentato, appare evidente come l'*activism* discenda dalla sussistenza dei dati informativi necessari alla verifica della corretta gestione dell'impresa sociale, diretta al perseguimento di interessi anche diversi da quello eminentemente sociale.

L'effetto tipico di siffatta previsione è, allora, rinvenibile nella redistribuzione del potere decisionale in termini di «cooperazione» tra amministratori e azionisti[786]: il *placet* assembleare determina il necessario coinvolgimento dell'organo deliberativo nella definizione dell'atto amministrativo[787] e, dunque, esige il consenso congiunto della maggioranza dei soci e del *board*[788], attuando «una sorta di spola funzionale» tra i due organi[789].

4.1. (*segue*) La redistribuzione del potere decisionale.

Lo sfondo ordinamentale composito precedentemente tratteggiato - nel quale coesistono lineamenti propri di un modello «negoziale» e di uno schema «normativo» di allocazione dei poteri tra i diversi organi, influenzati altresì dalla composizione della platea sociale e dal carattere (aperto o chiuso) della società[790] - induce a rinunciare alla possibilità di istituire relazioni interorganiche tra i diversi uffici[791] e a ricostruire l'operazione societaria alla stregua di un «fenomeno» da osservare entro il «dominio sistematico» di un rapporto giuridico: la relazione sociale si caratterizza per la imputazione ai soci dell'utilità prodotta dall'attività amministrativa e, dunque, al pari di ogni «schema dell'agire per conto altrui», che presuppone una separazione dei titolari dell'interesse oggetto di gestione rispetto al soggetto deputato a provvedervi, per la «deviazione» degli effetti economici finali dell'attività in una sfera patrimoniale aliena all'agente[792].

La esclusività accordata alla specializzazione funzionale dell'ufficio gestorio appare, così, ulteriormente ridimensionata dalla imprescindibile presenza di un organo rappresentativo dei titolari dell'interesse gestito, designato alla declinazione della misura di remunerazione dell'investimento, alla selezione dei soggetti preposti all'amministrazione, nonché alla definizione delle regole di svolgimento di peculiari affari[793]. L'operazione societaria si presta, dunque, ad essere propriamente caratterizzata come fenomeno di «cooperazione gestoria»[794].

---

786 S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo*, cit., p. 94.

787 G.D. MOSCO, *Le deleghe assembleari nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2000, p. 35.

788 S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo*, cit., p. 94, nt. 79.

789 G.D. MOSCO, *Le deleghe assembleari*, cit., p. 35.

790 M. MAUGERI, *Considerazioni*, cit., p. 349.

791 M. STAAKE, *Ungeschriebene Hauptversammlungskompentenzen in börsennotierten und nicht börsennotierten Aktiengesellschaften*, Köln, Carl Heymanns, 2009, p. 53, osserva che «[e]in generelles Über/Unterordnungsverhältnis besteht in keiner Interorganbeziehung».

792 In tema M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Milano, Giuffrè, 2010, p. 95-101.

793 F. FERRARA JR, F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, Giuffrè, 2009, p. 529, discorrono di assemblea in termini di ufficio investito di una «funzione organizzativa di base, mirante ad assicurare la continuità dell'impresa rinnovando, nel tempo, le cariche sociali ed eventualmente rivedendo e correggendo il consenso iniziale».

794 In termini M. MAUGERI, *Partecipazione sociale*, cit., p. 102.

Le scelte riservate alla competenza assembleare, che presentano evidentemente una chiara valenza o, più esattamente, una dimensione gestoria, contribuiscono a delineare le «condizioni generali» della partecipazione azionaria nonché i profili di «rischio» e di «rendimento»[795]. Il consesso dei soci conserva, invero, piena giurisdizione in ordine alla definizione di alcuni dei profili che indirettamente condizionano le decisioni degli amministratori in merito alla conformazione della struttura finanziaria dell'impresa[796]; trattasi di determinazioni complesse, rilevanti non soltanto sul piano strettamente organizzativo, ma altresì sul sistema gestionale e che «toccan[o], dunque, sia soci e assemblea sia amministratori»[797].

Le decisioni assembleari sulla destinazione dell'utile - che, ai sensi dell'art. 2433 c.c., concorrono alla determinazione delle modalità di distribuzione delle risorse essenziali per la realizzazione dell'oggetto sociale, ammettendo una maggiore «elasticità» in merito all'organizzazione dell'impresa[798] - rientrano indubbiamente nell'àmbito della conduzione dell'impresa[799]. Le delibere di aumento e riduzione del capitale - che, ai sensi degli artt. 2438 e 2445 c.c., alterano il rapporto partecipativo e, dunque, la sfera giuridica di ciascun socio - sono certamente riferibili alle decisioni di matrice gestoria concernenti il profilo dimensionale dell'impresa[800]. La deliberazione dell'assemblea circa l'assunzione di partecipazioni in altre imprese - che, ai sensi dell'art. 2361, comma 2, c.c., comporta una responsabilità illimitata - quale decisione idonea ad alterare le condizioni di rischio connesse all'esercizio dell'attività che costituisce l'oggetto sociale[801], sembra altresì ascrivibile all'ampia categoria degli atti di gestione dell'impresa; nonostante la disposizione introduca un limite legale al potere di gestione degli amministratori, subordinando il compimento dell'operazione *de qua* alla preventiva autorizzazione dell'assemblea[802], prefigura un «autentico» potere decisionale potenzialmente vincolante per gli amministratori [803]. Il margine di ingerenza dell'assemblea nella sfera della gestione può ulteriormente ampliarsi anche a séguito di apposita opzione statutaria, lasciando spazio all'autonomia privata nella destinazione all'organo assembleare di determinazioni inerenti alla struttura finanziaria dell'impresa[804].

---

795 Il riferimento è, ad esempio, alle deliberazioni in materia di nomina e revoca dei componenti dell'organo di amministrazione, alle modificazioni statutarie, alle operazioni sul capitale, nonché alle fusioni e allo scioglimento della società: M. MAUGERI, *Considerazioni*, cit., p. 351, nt. 40.

796 M. MAUGERI, *Considerazioni*, cit., p. 358.

797 E. GINEVRA, *La determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 502.

798 P. ABBADESSA, *La gestione dell'impresa*, cit., p. 91.

799 Di diverso avviso M. MAUGERI, *Considerazioni*, cit., p. 354, nt. 49, secondo cui, invece, fa eccezione «la deliberazione sulla distribuzione degli utili» menzionata dall'art. 2433, comma 1, c.c., la quale deve considerarsi «come atto a rilevanza organizzativa» concernente la destinazione di un dato risultato.

800 S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo*, cit., pp. 95-96.

801 Così A. TUCCI, *Gestione dell'impresa sociale*, cit., p. 28.

802 In tal senso V. CALANDRA BUONAURA, *I modelli di amministrazione*, cit., p. 542.

803 A. TUCCI, *Gestione dell'impresa sociale*, cit., p. 28, nt. 57.

804 M. MAUGERI, *Considerazioni*, cit., p. 358, discorre, sul punto, di una vera e propria «traslazione» di competenza in favore della collettività degli azionisti. S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo*, cit., p. 97, osserva che il meccanismo di «co-decisione» si rafforza paradossalmente nelle società con azioni quotate, dove «[sarebbe] lecito attendersi che il principio di esclusività sia declinato in termini più fermi»; l'A.

Non sembra priva di rilievo, nel descritto quadro regolamentare, la scelta imprenditoriale di perseguire politiche di sostenibilità, previa verifica circa l'idoneità di tali operazioni alla realizzazione di un generale interesse a un incremento, anche solo potenziale, del valore della partecipazione sociale, non in termini eminentemente reddituali. L'eventuale decisione, manifestandosi all'interno dell'organizzazione societaria, incide sulle modalità di esecuzione del rapporto tra società e amministratori. L'organo gestorio è, in tal senso, vincolato nella misura in cui una delibera assembleare - non di meno una clausola statutaria - imponga ai *managers* di compiere azioni «positive» nella direzione sostenibile designata dai soci; diversamente, i valori legati alla sostenibilità segnano un «limite esterno» alla discrezionalità gestoria[805], delimitando le alternative ascrivibili all'attività amministrativa nella misura in cui godano di «adeguata recezione normativa». Ciononostante, gli amministratori restano pur sempre liberi di perseguire una gestione orientata alla valutazione del rischio socio-ambientale dell'attività d'impresa, ancorché in difetto o, addirittura, contro il volere dei soci, come legittima decisione di orientamento del *business* loro affidato[806], in un contesto in cui le eventuali diversità sono all'esclusivo servizio di un miglioramento della qualità delle *performance* dell'organo «tecnocratico»[807].

Il richiamo a tali peculiari circostanze non intende certo enfatizzare il riconoscimento di speciali attribuzioni sovversive quali indici di una esaltazione del ruolo dell'assemblea in termini di gestione, recuperando, cioè, una visione dell'adunanza come momento di partecipazione diretta alla conduzione dell'impresa[808]. Emerge, per converso, la caratteristica che, in genere, connota le deliberazioni assembleari «in quanto […] manifestazione della volontà sociale», *id est* la idoneità a sviluppare vincoli nella condotta degli organi sociali[809], «la cui discrezionalità finisce

menziona, a titolo esemplificativo, «le ipotesi più significative»: *(i)* il compimento di atti dell'organo amministrativo aventi valenza difensiva nel contesto delle offerte pubbliche d'acquisto, ai sensi dell'art. 104, comma 1, t.u.f.; *(ii)* l'accordo che consente l'innalzamento della soglia prevista per l'acquisto di partecipazioni reciproche, ai sensi dell'art. 121, comma 2, t.u.f.; *(iii)* le operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza che abbiano ricevuto il parere negativo del comitato di amministratori indipendenti chiamato a valutarne la convenienza, ove le procedure adottate dalla società prevedano che l'organo amministrativo possa approvare l'operazione nonostante tale parere contrario, ai sensi dell'art. 8, comma 2, del Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010 recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate.

[805] M. ONZA, *"Attività funzionale" ed "interessi degli altri" nella gestione dell'impresa (entificata): annotazioni dalla direttiva (UE) 2022/2464*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, I, p. 762. A. DACCÒ, *Spunti di riflessione su capitalismo sostenibile e strumenti a disposizione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2022, I, p. 389, richiamando sul punto M. CERA, *Le società con azioni quotate nei mercati*, Bologna, Zanichelli, 2020, p. 127, descrive la sostenibilità come «una sorta di ombrello che deve accompagnare gli amministratori nella ricerca del profitto, più che [come] un vero limite alla loro azione».

[806] Così L. BOGGIO, M. PINTO, *Sostenibilità e responsabilità degli amministratori*, in *Giur. it.*, 2024, p. 1244.

[807] F. DENOZZA, *Il conflitto di interessi fra soci*, cit., p. 459.

[808] In senso conforme G. GUIZZI, *Gli azionisti e l'assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, I, p. 15.

[809] L'intuizione è di G. FERRI, *Le società*, in F. VASSALLI (fondato da), *Trattato di diritto civile italiano*, Torino, Utet, 1987, t. III, p. 631, il quale evidenzia che «[l]e deliberazioni dell'assemblea, adottate con l'osservanza dell'iter procedimentale stabilito dalla legge e dall'atto costitutivo, sono vincolanti per tutti i soci, e cioè anche per i soci dissenzienti ed assenti, come sono vincolanti per gli organi sociali, in quanto costituiscono manifestazione della volontà sociale»; d'altronde, «[l]'efficacia generale della deliberazione è una conseguenza necessaria e ineliminabile della natura collegiale dell'atto».

con l'essere compressa secondo modalità che variano in ragione della tipologia di pronuncia di volta in volta considerata»[810]. Sembra prevalere, sotto quest'ultimo profilo, una «concezione intermedia» del modello societario[811], dovendosi escludere una «investitura monopolistica» degli amministratori in materia di gestione, restando «numerosi e rilevanti» i momenti di intervento indiretto dell'assemblea[812], pur non configurandosi «una competenza decisionale in senso proprio»[813] ed evitando, al tempo stesso, un «discarico di responsabilità» degli amministratori[814]. Analogamente, non si intende respingere in maniera apodittica l'idea che il dialogo o, comunque, la condivisione di informazioni possano generare una certa ingerenza dei soci nella gestione; piuttosto, si vuole escludere la configurazione di un automatismo in tal senso[815]. La collocazione sistematica dell'organo assembleare che ne discende esorta, dunque, a mostrare cautela avverso la propensione a svalutare o finanche a privare l'assise della sua precipua funzione (ponderatoria) all'interno della *governanc*e societaria.

Le autorizzazioni assembleari, ove chiaramente non risultino invalide, configurano un controllo riconducibile all'espressione di un potere vincolante in senso negativo - e non già un semplice monitoraggio - trattandosi di strumenti attraverso i quali i soci possono «influire attivamente», seppur entro certi limiti, sulla gestione della società[816] e, cioè, concorrere all'esercizio della mansione amministrativa, ancorché nella sola fase decisoria e non anche nel momento esecutivo[817]. L'intervento assembleare, così concepito, assume una valenza «suppletiva» tale da porre rimedio a situazioni in cui la decisione non può essere affidata alla mera discrezionalità dei gestori[818]. Il cómpito di orientamento assolto dall'assemblea si mostra, dunque, pienamente in sintonia con il

---

[810] M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari "consultive" nella società per azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2014, p. 143.

[811] A. GAMBINO, D.U. SANTOSUOSSO, *Società di capitali*, Torino, Giappichelli, 2018, p. 101.

[812] Inverosimile si manifesta la possibilità «che gli amministratori siano abilitati, senza interpellare i soci ad assumere una determinazione sul punto, alla deliberazione dello scorporo dell'intera azienda in una società controllata con conseguente sostanziale svuotamento del potere assembleare di stabilire misura e tempi di remunerazione dell'investimento nell'attività operativa e di nominare i soggetti preposti alla sua direzione» (decisioni che, di fatto, in séguito all'operazione, resterebbero appannaggio dei soli amministratori della società scorporante); analogamente inattuabile pare la probabilità «che gli amministratori deliberino in assoluta autonomia […] una fusione della società conferitaria con un'impresa "terza" ovvero un aumento di capitale a essa riservato, così inducendo la dismissione del controllo sull'attività della società "madre"»; o, ancóra, «che [gli amministratori] decidano, sempre senza consultare preventivamente gli azionisti, di alienare a terzi l'intera azienda o di assoggettare la società all'altrui controllo esterno (art. 2359, comma 1, n. 3, c.c.) o, peggio, alla altrui eterodirezione»: M. MAUGERI, *Considerazioni*, cit., p. 406, nt. 228.

[813] P. ABBADESSA, A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea*, cit., p. 273.

[814] A. GAMBINO, D.U. SANTOSUOSSO, *Società di capitali*, cit., p. 101.

[815] Ad analoghe considerazioni giunge S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo*, cit., p. 102, il quale osserva che «l'ingerenza non può essere ricavata *tout court* dal dialogo».

[816] F. BRIOLINI, *Gli strumenti di controllo*, cit., p. 19, evidenzia che «la libertà di scelta degli amministratori, per nulla scalfita quando l'assemblea autorizza il compimento dell'atto, sia, invece, significativamente compromessa […] nel caso di rifiuto dell'autorizzazione».

[817] L. ORCIANI, *Controllo gestorio dei soci,* cit., p. 6.

[818] In questo senso S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo*, cit., p. 97, nt. 91, con riferimento alla possibilità in cui gli amministratori versino in una situazione di conflitto di interessi.

rapporto di «agency»[819] che intercorre tra azionisti e gestori, la cui rilevanza emerge prevalentemente in circostanze in cui è elevato il rischio di una deviazione delle scelte amministrative dal dovere di perseguimento dell'interesse sociale, nelle quali, cioè, i *managers* potrebbero versare in conflitto di interessi «o comunque precostituirsi posizioni di potere personale»[820].

Il sistema di governo societario sembra caratterizzarsi, allora, per una competenza essenzialmente residuale degli amministratori[821], che ridimensiona la «reale» natura precettiva dell'art. 2380-*bis* c.c.: al *board* è destinata una capacità gestoria generale, che contempla l'esercizio di qualsiasi attività rispetto alla quale non sia prevista una interferenza esterna in grado di arginare la inderogabilità dell'assioma di competenza esclusiva, mitigato dalla permanenza in capo ai soci di un articolato complesso di prerogative deliberative. Sebbene debba escludersi che il controllo dei soci sull'amministrazione possa identificarsi inevitabilmente in un potere di natura cogente, ciò non implica inevitabilmente un'adozione «solitaria» di decisioni[822], in totale chiusura rispetto agli impulsi del mercato e alle istanze degli investitori istituzionali. Un diverso approccio nella *governance* appare maggiormente idoneo, invero, a invertire la generale tendenza allo *short-termism* della grande società quotata, fenomeno direttamente proporzionale al grado di isolamento degli amministratori[823].

La «frastagliata costellazione» di materie devolute alla cognizione dei soci sembra devolvere all'organo assembleare una precipua funzione di aggregazione delle eterogenee preferenze degli investitori, così da «convogliarne e canalizzarne gli esiti agli amministratori, […] orientandone di fatto le scelte concernenti il governo complessivo dell'impresa»[824], in un sistema di *corporate governance* caratterizzato da misure integrative - che implementano criteri di valutazione sia finanziari sia non finanziari, a conferma della «mobilità» del concetto di gestione[825] - tese a garantire, su impulso del legislatore, un maggiore coinvolgimento di tutti gli interlocutori sociali[826]. È accordata agli investitori la determinazione degli interessi, in funzione dei quali la loro ricchezza deve essere gestita dall'organo amministrativo, che, nello scenario descritto, non può interpretare un ruolo da solista anche - e soprattutto - nella realizzazione degli obiettivi di sostenibilità, un tema quest'ultimo, evidentemente, di *corporate governance*[827].

---

819 M. CAMPOBASSO, *Gli amministratori,* cit., p. 6, osserva, sul punto, che l'ottica di lungo periodo non serve a ridurre i problemi di *agency* da parte degli amministratori e dei soci, «ed anzi, un pò di *short-termism* da parte degli investitori potrebbe contrastare una politica di estrazione di benefici privati dal controllo».

820 M. MAUGERI, *Considerazioni*, cit., pp. 352-353.

821 C. ANGELICI, *A proposito di «interessi primordiali»*, cit., p. 69.

822 S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo*, cit., pp. 102-103.

823 In tema M.J. ROE, *Corporate short-termism*, in J.N. GORDON, W.-G. RINGE (a cura di), *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford, Oxford University Press, 2018, p. 440.

824 M. MAUGERI, *Considerazioni*, cit., p. 419, il quale condivide, peraltro, l'assunto «secondo cui l'assemblea costituirebbe l'unico organo veramente autonomo della società per azioni».

825 M. MAUGERI, *Considerazioni*, cit., p. 407.

826 *Supra*, cap. I, sez. I, § 3.

827 L. CALVOSA, *La sfida della sostenibilità*, cit., p. 12.

4.2. (*segue*) L'inadeguatezza dell'organo gestorio solista nella transizione verso la sostenibilità.

La riflessione «ancora fluida»[828] circa le concrete modalità di «corresponsabilizzazione» delle parti sociali rispetto alla promozione di interessi, quello ambientale e sociale, compositi ed eterogenei, distanti dalla massimizzazione del profitto, ma pur sempre coinvolti nell'attività imprenditoriale, sembra condurre verso il riconoscimento di una insufficienza o, più precisamente, una inadeguatezza dell'organo amministrativo quale «motore unico» della transizione verso un paradigma societario sostenibile[829].

Le ragioni di una tale carenza si rinvengono, innanzitutto, nella complessità del concetto di sostenibilità oltre che nella genericità relativa al valore lessicale attribuito alla nozione, in merito alla quale «si [può] parlare *pollachōs* e cioè « in molti modi […] in molti equivoci modi»[830], la cui radicale dilatazione rischia di sfociare nella vaghezza semantica, nonché in una speculare enigmatica declinazione giuridica[831]. La incertezza precettiva - intrinsecamente associata a una terminologia polisensa, che rivela modalità di utilizzo sovente non collimanti e, non di rado, un impiego promiscuo risultante da una «inesistente pacifica convenzione d'uso uniforme»[832] - genera rischi che possono variamente concretizzarsi: *(i)* nella varietà delle strategie di cui si avvale l'organo gestorio nel perseguimento dei fattori di sostenibilità[833]; *(ii)* nella estensione dei margini (sfocati) di discrezionalità gestoria, orientata nella direzione molto «*à la page*» della *sustainability*, volta a conciliare l'attività capitalistica di impresa, da un lato, e la tutela della «riproducibilità della vita umana nel pianeta», dall'altro[834]. La potenziale deriva «in senso arbitrario» delle scelte di sostenibilità degli amministratori può manifestarsi non solo sotto il profilo «qualitativo» - *id est* rispetto alla progettualità da elaborare e promuovere - ma altresì relativamente all'aspetto «quantitativo», segnatamente correlato al fattore temporale[835]: in ragione della durata limitata della carica, ancorché

---

828 M. VENTORUZZO, *Osservazioni*, cit., p. 133.

829 In tema A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Voto assembleare e fattori ESG*, In AA.VV., *La S.P.A. nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica*, Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2023, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2024, t. II, p. 846.

830 E. BARCELLONA, *La* sustainable corporate governance, cit., p. 2.

831 *Supra*, in questo capitolo, sez. I, § 1.

832 V. CARIELLO, *Per un diritto costituzionale*, cit., p. 420, secondo cui la sostenibilità «ha prodotto e sta producendo una "rivoluzione scientifica" della *corporate law globale*» (p. 424).

833 Nella prassi è diffusa l'espressione «*greenbleaching*» per indicare la frequente condotta dei *managers* che, pur perseguendo attività sostenibili, omettano di dichiararlo al fine di evitare i rischi derivanti dagli obblighi di divulgazione delle informazioni non finanziarie. In tema A. FALCHI, G. GROLLEAU, N. MZOUGHI, *Why companies might under-communicate their efforts for sustainable development and what can be done?*, in *Business Strategy and the Environment*, 2022, p. 1938, i quali sottolineano la rilevanza della comunicazione dei risultati «*green*» della gestione sociale al fine di consentire a *shareholders* e *stakeholders* di esprimere le proprie preferenze.

834 E. BARCELLONA, *La* sustainable corporate governance, cit., pp. 1-2.

835 A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Voto assembleare*, cit., p. 847.

rieleggibili[836], gli amministratori potrebbero, invero, esprimere un disinteresse alla predisposizione di strategie e all'adozione di un approccio a medio e lungo termine, sebbene indicato come «fattore chiave» di una gestione responsabile[837].

Su un secondo versante, l'obiettivo della sostenibilità, inteso quale criterio guida dell'azione dell'organo amministrativo verso la creazione di valore nel lungo periodo a beneficio di *shareholders* e *stakeholders* altri rilevanti per la società, rimane ancóra sprovvisto di più puntuali indicazioni attuative: le previsioni non vincolanti, potenzialmente idonee ad acquisire un impatto prescrittivo di «induzione all'adempimento», difettano della indicazione di concrete metodologie di composizione di molteplici attese integrate alla - ovvero dalla - massimizzazione del profitto[838]. L'accertamento sostanziale di «scenari di conciliazione» tra scopo di lucro e interessi esogeni resta condizionato, a monte, dalla effettiva percorribilità di soluzioni di realizzazione del profitto e, dunque, di equilibrio economico-finanziario «sull'altare della sostenibilità»[839]. Le formule generali in materia di sostenibilità mostrano, altresì, una limitata capacità di fornire «chiare guide *ex ante* e criteri di valutazione *ex post* all'operato degli amministratori»[840], il cui giudizio di merito incontra un filtro in valori dinamici anche alla luce della riformulazione, nell'ordinamento domestico, dell'art. 41 Cost., che indubbiamente segna un chiaro indirizzo nei confronti di tali peculiari aspetti, declinando, invero, uno «Stato di diritto ambientale»[841].

L'adozione di sistemi che intendono imprimere all'azione amministrativa e, dunque, alla società una particolare attenzione alla valutazione di certi valori etici e alla susseguente implicazione di opzioni *environmental*, *social*, *and governance*, in grado di incidere sulla capacità competitiva dell'impresa sul mercato, tenuto conto altresì dell'ampiezza dell'orizzonte temporale sul quale le stesse sono proiettate, sembra legittimare il coinvolgimento dei soci nello sviluppo delle connesse *policies*.

La condivisione di tale approccio comporta l'adozione da parte dell'ente di plurimi strumenti giuridici attraverso i quali dar voce fattivamente alla base sociale: non soltanto l'*engagement* extra-assembleare, quale forma di interazione dei soci-investitori istituzionali con il *management* nello sviluppo sostenibile dell'impresa[842], ma il

---

836 «Gli amministratori non possono essere nominati per un periodo superiore a tre esercizi, e scadono alla data dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio relativo all'ultimo esercizio della loro carica»: art. 2383, comma 2, c.c.

837 *Supra*, cap. I, sez. I, § 3.

838 *Supra*, cap. I, sez. II, § 3.

839 A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Voto assembleare*, cit., p. 848, discorre, al riguardo, di «ridimensionamento» del profitto, espressione non condivisibile.

L'elemento dirimente non pare, invero, potersi individuare in una mera rinuncia alla massimizzazione dello *shareholder value*, bensì nella elaborazione e conseguente applicazione integrativa di adeguate misure operative e *standards* etici di comportamento nella strategia di *governance* adottata dal *board*.

L'azione discrezionale dell'organo amministrativo è, invero, funzionalizzata al conseguimento di una pluralità di intenti, caratterizzati dalla compresenza di esigenze difformi, e al conseguente equo contemperamento dell'egemonia dell'interesse allo sviluppo della partecipazione sotto il solo profilo reddituale; sul punto v. *supra*, cap. I, sez. I, § 1.1.

840 M. VENTORUZZO, *Osservazioni*, cit., p. 134.

841 *Supra*, cap. I, sez. II, § 4.

842 *Supra*, in questa sezione, § 3.

riferimento è anche - e soprattutto - all'espressione del voto, in parte vincolante, sulle politiche di remunerazione degli amministratori, i cui parametri risultano valutabili persino in correlazione al perseguimento degli obiettivi di sostenibilità[843]; ancóra, la fattispecie di voto assembleare consultivo su questioni ambientali - *say on climate* - si rivela un valido vettore di divergenza rispetto al *board*, efficacemente associato all'*engagement*, derivante da una propositiva partecipazione assembleare[844].

L'effettivo incremento di forme sociali di *voice* sulle tematiche della sostenibilità deve inevitabilmente collocarsi - a monte e a valle dell'eventuale espressione del voto in assemblea[845] - all'interno di un solido circùito di flussi informativi che la società predispone a beneficio del pubblico, non esclusivamente nei casi di interlocuzione *proactive*, quando, cioè, il *management* richiede e ottiene un confronto con i soci, ma, altresì, nelle ipotesi di interlocuzione *reactive*, in cui il dibattito è, invece, il risultato di un'attività di impulso degli azionisti, al fine specifico di colmare l'inevitabile *gap* informativo tra le parti, che si distingue quale meccanismo di *governance* societaria[846].

La perdurante residualità della competenza gestoria, anche in materia di sostenibilità, rende, invero, il «momento procedurale» relativo alla trasmissione di dati e notizie un presupposto imprescindibile nel quadro descritto: l'esplicitazione degli orientamenti su questioni peculiari appare essenziale per consentire ai gestori di «internalizzare» nella definizione delle strategie di *governance* entro i confini della discrezionalità amministrativa le indicazioni eventualmente espresse e/o trasmesse dai soci[847].

Le persistenti difficoltà di ricondurre i fattori legati al successo sostenibile dell'impresa esclusivamente nella sfera dei doveri imputabili agli amministratori - condizione amplificata dalla profonda «carica ideologica» che circonda il fenomeno, nonché dalle implicazioni in termini di maggiore o minore affidabilità dei mercati e nella speculare capacità di assicurare risultati efficienti[848] - suggeriscono, allora, di recuperare una dimensione maggiormente inclusiva del governo societario: la funzione essenziale della *governance* è di assicurare una «cooperazione fruttuosa» e la «fiducia reciproca» tra investitori e *management*[849]. La relazione tra le parti non può essere indagata in termini idiosincratici, in quanto tutte le componenti sociali rivestono un ruolo decisivo, ove operanti in un regime sinergico; di talché, il sistema di «pesi e contrappesi tra i diversi organi e i diversi portatori di interesse»[850] impone di approfondire il ruolo ascrivibile all'assemblea degli azionisti o, meglio ancóra, la collocazione di rilievo destinata al consesso nell'architettura societaria, circa la elaborazione e lo sviluppo delle politiche - anche di sostenibilità[851] - da attuare, quale

---

843 *Infra*, cap. III, § 2.1.

844 *Infra*, cap. III, ove più ampi riferimenti.

845 A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Voto assembleare*, cit., p. 849.

846 *Supra*, in questo capitolo, sez. I, § 2.

847 A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Voto assembleare*, cit., p. 849.

848 Così F. DENOZZA, *Lo scopo della società*, cit., p. 32.

849 L. ENRIQUES, *Il ruolo dei consigli di amministrazione*, cit., p. 15.

850 Il riferimento è al Considerando n. 14 della SHRD II, su cui *supra*, cap. I, sez. I, § 3.

851 L'indagine concernente i comportamenti che gli amministratori sono chiamati a tenere per perseguire il successo sostenibile impone di valutare se, in generale, sussista o meno un obbligo per

luogo di trasmissione di informazioni rilevanti per i gestori nonché istanza ultima di supervisione delle modalità di conduzione dell'impresa.

l'organo gestorio di integrare nella politica d'impresa l'attenzione ai profili ambientali, sociali e di governo in maniera proattiva; trattasi di una ricostruzione complessa di materie che, a rigore, dovrebbero rientrare nella riserva di esclusività gestoria.

La formalizzazione di un dovere degli amministratori di integrare nella conduzione dell'impresa obiettivi di sostenibilità socio-ambientale non pare, tuttavia, potersi individuare agevolmente, né si rinviene un dovere generale adeguatamente presidiato da sanzioni, tale da poter configurare una regola di condotta effettiva. Il riconoscimento in capo all'assemblea della facoltà di nominare, revocare *ad nutum* i componenti dell'organo amministrativo, determinarne il compenso, esercitare l'azione di responsabilità nei confronti dei gestori, allontana il *board* dal perseguimento di interessi altri.

Non si intende, però, in questa sede, offrire una soluzione interpretativa circa le modalità di implementazione del successo sostenibile nella *corporate governance*, accertamento che richiederebbe spazi ben più ampi di riflessione attesa la vastità ed eterogeneità delle tematiche in esso sussumibili. La constatazione *de qua* vuole rappresentare, in realtà, il punto di partenza per una riflessione sull'incidenza dell'assemblea nella gestione sostenibile, su cui *infra*, cap. III.

CAPITOLO TERZO

IL RUOLO DELL'ASSEMBLEA NELLA *CORPORATE GOVERNANCE* SOSTENIBILE

SOMMARIO: 1. Lo «sbocco assembleare». Il potenziale esito dell'attivismo dei soci-investitori e la (ri)qualificazione dell'evento collegiale. – 2. L'esigenza di una legittimazione «democratica» alla consultazione assembleare. – 2.1. (*segue*) L'inquadramento funzionale di una pronuncia consultiva. Il nesso tra politiche di remunerazione degli amministratori e obiettivi di sostenibilità. – 3. La funzione (deliberativa) rilevante del *say on climate* nella relazione tra organo assembleare e organo amministrativo. – 3.1. (*segue*) La competenza gestoria del *board* e il rapporto di «continenza» tra deliberazione assembleare vincolante e non vincolante. – 4. L'assenza di una sovrapposizione tra il *say on climate* e il dialogo extra-assembleare. – 5. L'opportunità di uno spazio per la configurazione di un diritto di voto consultivo. Note conclusive.

1. Lo «sbocco assembleare». Il potenziale esito dell'attivismo dei soci-investitori e la (ri)qualificazione dell'evento collegiale.

Il «lungo» e «laborioso» percorso normativo volto alla costruzione di un sistema di *corporate governance* coerente con gli obiettivi di sviluppo sostenibile[852] induce a una innovata riflessione circa il ruolo dell'assemblea - e le potenzialità connesse - nella struttura societaria. Si ravvisa, invero, la necessità di una rivalutazione delle prerogative riconosciute ai soci-investitori «riuniti» o «riunendi»[853] - con particolare riguardo alla deliberazione consultiva - al fine di (ri)equilibrare il potere gestorio di «esclusivo appannaggio» degli amministratori[854] e di «responsabilizzare» la *governance* al rispetto di fini sociali ulteriori[855]. Una impostazione, questa, pressoché in controtendenza rispetto al *trend* che priva il consesso della sua funzione strutturale, quale *locus* di formazione di interessi eterogenei - «interessi astratti degli investitori in generale al riscontro di quelli propri della classe degli investitori istituzionali», potenzialmente ascrivibili alla macrocategoria dell'interesse sociale[856] - da cui consegue una quasi obsolescenza del rito[857].

Il nucleo valutativo non risiede, in realtà, nella constatazione, ormai acquisita, che l'organo gestorio sia chiamato a tutelare una pluralità di intenti[858], ma nella necessità di individuare, in caso di contrasto, il parametro di scelta che identifichi l'obiettivo prevalente a favore del quale le ulteriori aspettative devono cedere il passo o, in alternativa - e questa sembra l'opzione preferibile - stabilire un potenziale criterio di

852 G. OLIVIERI, F. VELLA, G.D. MOSCA, *Editoriale*, cit., p. 3.
853 B. LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea*, cit., p. 88.
854 A. SANTONI, *Partecipazione per conto altrui*, cit., p. 193.
855 In tema A. DACCÒ*, Profili generali*, cit., pp. 10-11.
856 M. CIAN, *Intervento e voto in assemblea*, cit., p. 433.
857 P. MONTALENTI, *Il socio di società quotata*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I, *passim*.
858 *Supra*, cap. I, sez. I, § 1.1., ove ulteriori riferimenti.

bilanciamento tra i vari interessi[859] «ugualmente subordinati all'imperativo dell'efficienza [gestoria]»[860].

Il fenomeno è espressivo di una transizione che amplia, di fatto, le funzioni tradizionali del socio-investitore, il quale si appresta a ricoprire la posizione di «socio co-gestore»[861] tenuto conto, altresì, che una competenza decisionale può rinvenirsi essenzialmente in questioni di rilievo organizzativo. Le scelte giuridicamente discrezionali in ordine alla gestione dell'impresa dipendono, invero, per un verso, dalla definizione dello scopo sociale - che pone un limite alla eventuale arbitrarietà dei soci, prima, e degli amministratori, poi - e, per altro verso, dalle regole relative al concreto funzionamento della società, che definiscono le modalità di esercizio del potere decisionale; l'accertamento degli interessi rilevanti deve, perciò, tenere conto di entrambi i fattori[862].

Il confronto «sistematico» e «puntuale» con il *board*, sovente maturato attraverso dialoghi extra-assembleari, su molteplici aspetti della gestione e degli indirizzi strategici da adottare[863], evidenzia, tuttavia, una dissociazione tra attivismo degli azionisti e partecipazione assembleare. L'adunanza degli investitori «legittimati a scegliere, giudicare, confermare o revocare» gli amministratori non è equiparabile alla riunione di chi partecipa, seppure indirettamente, alla gestione di un'impresa comune[864]; analogamente, diversa è la connotazione che assume la partecipazione individualmente considerata quale mera modalità di investimento[865] rispetto all'impegno attivo inteso in termini di «supervisione» sulla *governance* e, dunque, quale forma, seppur mediata, di orientamento dell'operato dei soggetti il cui incarico influisce sul rendimento del capitale investito[866]. Se il rischio dell'impresa può dirsi certamente in capo agli - e nella responsabilità diretta degli - amministratori, il rischio dell'investimento resta esclusivamente imputabile ai soci (indistinti)[867] «e ad essi non può non riconoscersi il diritto alle decisioni organizzative fondamentali»[868].

I contorni tratteggiati da un astratto «filo rosso» che collega i più recenti interventi legislativi in materia di governo societario sembrano delineare la definizione di un sistema sempre più incentrato su una attività di monitoraggio e di intervento che i soci

---

[859] In tema G. D'ATTORRE, *La responsabilità sociale dell'impresa insolvente*, in *Riv. dir. civ.*, 2021, p. 63.

[860] F. DENOZZA, *Il conflitto di interessi fra soci*, cit., p. 459, osserva che l'aspetto conflittuale, in cui i diversi interessi competono per la loro affermazione, «finisce per apparire secondario e marginale».

[861] F. MURINO, *Impegno, monitoraggio e consulenza di voto*, cit., p. 24.

[862] F. DENOZZA, *Il conflitto di interessi fra soci*, cit., p. 472.

[863] A. DACCÒ*, Profili generali*, cit., p. 14.

[864] B. LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea*, cit., p. 89.

[865] G. MOLLO, *Il ruolo del socio*, cit., p. 11, distingue, ancóra, la partecipazione nelle società quotate «in considerazione non solo della sua dimensione in rapporto al capitale, ma anche in relazione alla sua durata, quale possesso della partecipazione da parte dello stesso soggetto per un certo periodo di tempo».

[866] A. TUCCI, *Modifiche del diritto societario e nuove forme di tutela delle minoranze*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *La nuova legge sul risparmio. Profili societari, assetti istituzionali e tutela degli investitori*, Padova, Cedam, 2006, p. 72.

[867] B. LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in ID., *Scritti giuridici. Volume II. Società quotate e mercati finanziari. Titoli di credito e strumenti finanziari. Banche e operazioni bancarie. Crisi delle imprese. Saggi di vario diritto. Rassegne*, Milano, Giuffrè, 2013, p. 328, definisce l'azione uno «strumento di investimento» in un'impresa piuttosto che uno «strumento di partecipazione» alla gestione di un'impresa.

[868] M. CERA, *Le società*, cit., p. 85.

possono direttamente esercitare nei confronti degli amministratori attraverso l'impiego di strumenti di *voice* e di *exit*, che si presentano, a ben vedere, «strettamente interconnessi» - non quali tecniche alternative di reazione[869] - e «sebbene originariamente concepiti in funzione difensiva […] finiscono per offrire altrettanti mezzi di pressione e dissuasione»[870]. L'*engagement* rappresenta, così, l'esplicazione di una posizione individuale, «assolutamente privilegiata» degli azionisti[871] - non più equiparabili «[a] una massa amorfa», bensì «[a] un gruppo di agguerriti operatori di mercato»[872] - costituita dall'esercizio di un diritto ovvero di un potere negoziale nei confronti degli amministratori, dal quale, però, non discende imprescindibilmente una relazione di consequenzialità rispetto alla partecipazione al consesso[873]. Di talché lo «sbocco assembleare» costituisce soltanto uno dei possibili esiti dell'attivismo dei soci-investitori, fenomeno condizionato da strategie alternative di comunicazione; in tal caso, il loro coinvolgimento, quale fonte di miglioramento della *governance*, deriva da un esercizio informato dei diritti di voto[874].

In misura prevalente, invece, gli azionisti tendono ad adottare strategie «alternative» di comunicazione con il *management*[875] che conducono a una «istituzionalizzazione» del dialogo[876]: il confronto preventivo è in grado di ridurre il margine di errore nella gestione[877], favorendo una più intensa corrispondenza dell'azione amministrativa alle preferenze degli interlocutori. Il consesso sembra, allora, destinato a divenire la tribuna del confronto ove le istanze sottoposte dai soci-investitori istituzionali al vaglio degli amministratori in sede extra-assembleare non trovino accoglimento[878], riducendo l'organo deliberativo a mero «organo di teatro»[879], destinato a formalizzare decisioni già maturate in una dimensione, peraltro, non necessariamente dialettica[880].

---

869 S. CAPPIELLO, U. MORERA, *L'assemblea nelle società quotate*, in *Riv. dir. impr.*, 2020, p. 278.

870 M. EREDE, *L'esercizio del diritto di intervento e voto in assemblea di società con titoli quotati: alcune riflessioni in tema di legittimazione e titolarità in seguito all'introduzione della* record date, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, I, p. 61.

871 F. DENOZZA, *Il conflitto di interessi fra soci*, cit., p. 476, evidenzia la posizione di privilegio di cui godono i soci rispetto ad altri *stakeholders*.

872 F. DENOZZA, *Il conflitto di interessi fra soci*, cit., pp. 479-480, descrive gli investitori «non come dei buoni samaritani, ma come giocatori impegnati in una competizione, che, come in qualsiasi gioco necessita di regole».

873 A. GUACCERO, *L'attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea(?)*, in *Riv. soc.*, 2016, pp. 412-413, evidenzia che «non è detto che il rimedio al mancato accoglimento delle istanze avanzate dal socio attivista si trasferisca nella sede assembleare.

874 C. MOSCA, *Comunicazione selettiva*, cit., p. 34.

875 A. GUACCERO, *L'attivismo azionario*, cit., p. 417.

876 F. MURINO, *Impegno, monitoraggio e consulenza di voto*, cit., p. 25.

877 L'elaborazione di strategie e progetti, destinati ad essere successivamente accantonati a causa del mancato supporto dei soci, genera indubbiamente costi gravosi per l'emittente.

878 A. DACCÒ, *Profili generali*, cit., p. 15.

879 M. STELLA RICHTER JR., *La collegialità nelle società di capitali al tempo della pandemia*, in *Giustizia Civile.com*, 12 maggio 2020, p. 9, esclude che l'assemblea possa essere definita ancóra «un collegio nel cui seno si possano effettivamente maturare, ponderare e assumere decisioni».

880 Sul piano normativo sono diversi gli istituti che riconoscono una svalutazione della collegialità e smentiscono la configurazione dell'assemblea come luogo dialettico: l'art. 2370, comma 4, c.c. prevede, ad esempio, l'intervento all'assemblea mediante mezzi di telecomunicazione ovvero l'espressione del voto per corrispondenza o in via elettronica; l'art. 143-*bis* del Regolamento emittenti in relazione all'art. 127 t.u.f. disciplina la partecipazione del socio da remoto anche secondo modalità meramente «passive».

Il descritto quadro regolamentare fotografa, invero, la compagine sociale in un momento antecedente all'adunanza assembleare, la quale si mostra non più o, comunque, non soltanto come il luogo esclusivo deputato alla discussione fra i soci e al conseguimento di una comune persuasione[881], siccome il dialogo tende inevitabilmente a trasferirne la preliminare formazione altrove: «Il confronto delle posizioni, il dibattito, la ponderazione tendono sempre più a svolgersi al di fuori della sala assembleare»[882].

Ciononostante, l'interlocuzione non sembra poter, *ictu oculi*, eliminare l'imperativo di convocare l'assemblea, né di poterne sopprimere il procedimento, al cui interno, peraltro, il socio resterebbe, in ogni caso, libero di esprimere, in sede di votazione, un orientamento difforme rispetto all'opinione eventualmente manifestata in sede di consultazione informale: la «risvegliata» autonomia dei soci rispetto all'organo amministrativo si manifesta segnatamente in occasione delle deliberazioni[883].

L'idea che la rilevanza sociale e la «funzione ponderativa»[884] dell'adunanza risultino, in tal modo, estremamente sbiadite, se non addirittura ridotte alla «marginalità»[885], conducono, allora, alla necessaria (ri)qualificazione del ruolo svolto dalla riunione assembleare, in particolare alla luce del mutato contesto socio-economico di riferimento nonché della crescente pressione normativa e autodisciplinare in favore dell'impegno partecipativo degli investitori istituzionali.

Spostando l'angolo di osservazione, invero, la conversazione preventiva tra le parti sembrerebbe piuttosto qualificare il «gioco assembleare»[886] come «appuntamento»[887] per la diffusione delle informazioni, previamente acquisite, in merito allo svolgimento dell'attività sociale, così da rendere più incisiva e consapevole l'attività di indirizzo sul

---

Cfr. S. CAPPIELLO, U. MORERA, *L'assemblea*, cit., p. 301; G. BALP, *Società quotate e partecipazione all'assemblea*, cit., pp. 205-206.

[881] Il riferimento non è esclusivamente alla richiamata ipotesi, assai frequente nella prassi, in cui la volontà di una parte anche maggioritaria dei soci si formi prima e al di fuori del luogo assembleare in ragione di una preventiva interlocuzione con il *management*, ma, altresì, alle deroghe alla disciplina ordinaria (di legge e statutaria) del procedimento assembleare, che determinano una evoluzione delle modalità di svolgimento della - e di partecipazione alla - riunione; con riferimento a questo ultimo aspetto, cfr. G. BALP, *Società quotate e partecipazione all'assemblea*, cit., pp. 189-190, la quale individua nella partecipazione a distanza lo strumento in forza del quale concorrere alla soddisfazione di una esigenza di maggiore funzionalità dell'assemblea (p. 203).

[882] P. MARCHETTI, *In tema di funzionamento dell'assemblea*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 124.

[883] A. GUACCERO, *L'attivismo azionario*, cit., p. 410, rileva la centralità della deliberazione assembleare.

[884] P. MARCHETTI, *In tema di funzionamento*, cit., p. 125.

[885] Evidenzia una marginalizzazione dell'assemblea G. BALP, *Società quotate e partecipazione all'assemblea*, cit., p. 203, la quale mette in luce come l'esigenza di agevolare e, di conseguenza, intensificare l'adesione alle riunioni assembleari degli emittenti sia, ancóra, un obiettivo (legislativo) la cui realizzazione - senza che siano venute meno le ragioni a sostegno - resti incompiuta.

[886] S. CAPPIELLO, U. MORERA, *L'assemblea*, cit., p. 301.

[887] P. MARCHETTI, *Intervento in assemblea*, in *Contr. e impr.*, 1986, p. 992.

board esercitata dai soci[888] e mitigare i problemi legati al monitoraggio dell'operato degli amministratori[889].

Nonostante la premessa, in realtà, l'assemblea resta parte integrante del complesso sistema di *corporate governance*, occupando ancóra una posizione chiave nelle dinamiche societarie e di mercato[890] - quest'ultimo inteso alla stregua di un sistema di aggregazione efficiente dei diritti di voto e di rafforzamento dei meccanismi di *voice*[891] - configurandosi quale momento fondamentale dell'informazione[892] e «assumendo così un ruolo che trascende i rapporti intersoggettivi tra i partecipanti»[893]: la fattispecie informativa è, infatti, «vicenda di mercato e non affare dei soli soci»[894] e, dunque, «occasione per mettere a disposizione del pubblico in generale […] documenti ed informazioni connesse all'esercizio dei poteri degli azionisti in assemblea»[895]. Ne consegue, quale logico corollario, che la tutela di interessi esogeni, almeno in linea di principio, possa non realizzarsi mediante una soluzione puramente organizzativa «di carattere interno», che preveda l'inclusione di ulteriori soggetti nella composizione degli organi sociali o, più in generale, attraverso l'attuazione di meccanismi di rappresentanza; il legislatore (unionale e domestico) sembra fare affidamento, invece, sulle reazioni di mercato, che possono avere luogo grazie a «modalità di gestione responsabile e trasparente», segnatamente, in presenza di forme di pubblicità relative alle attività intraprese «al di fuori dello scopo della massimizzazione del profitto»[896].

L'attivismo degli investitori istituzionali, dunque, si manifesta, *rectius* deve manifestarsi non solo in occasione di incontri riservati con gli emittenti, ma altresì in forza dell'intervento all'assemblea e dell'esercizio del diritto di voto, eventi rispetto ai

---

888 In tema M. EREDE, *L'esercizio del diritto di intervento*, cit., pp. 60-61; nello stesso senso A. TUCCI, *Modifiche del diritto societario*, cit., p. 68. Sul punto cfr., altresì, le intuizioni di T. ASCARELLI, *Rappresentanza assembleare dell'azionista da parte della stessa società o di una banca*, in ID., *Problemi giuridici*, Milano, Giuffrè, 1959, t. II, p. 553, circa la necessità di una tutela «contro il pre-potere dei gruppi di controllo». G. RESTA, A. ZOPPINI, *Le opportunità offerte dalle innovazioni tecnologiche nell'ambito del diritto delle società quotate: profili introduttivi*, in AA.VV., *Gli sviluppi tecnologici del diritto societario*, Quaderni giuridici Consob, n. 23/2022, p. 7, osservano, sul punto, che «la digitalizzazione port[i] con sé la promessa di agevolare notevolmente le funzioni di vigilanza, i flussi informativi endosocietari e gli interventi degli *stakeholders* nei processi decisionali».

889 T. DE STEFANO, G. BUSCEMI, M. FANARI, *Introduzione*, in IDD., *Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento. La sostenibilità nelle assemblee societarie in Francia, Germania e Italia*, Roma, Banca d'Italia, 2024, p. 7.

890 In senso analogo P. ABBADESSA, A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea*, cit., p. 269, ove si legge che «l'assemblea dei soci, sebbene abbia visto progressivamente affievolire il suo tradizionale carattere di organo « sovrano », continua, tuttavia, a conservare all'interno della società per azioni una posizione di rilievo, che si esprime in una gamma articolata di competenze deliberative riguardanti, in particolar modo, l'organizzazione e il funzionamento dell'ente, ma estese anche, per taluni aspetti, allo stesso esercizio dell'impresa sociale».

891 S. CAPPIELLO, U. MORERA, *L'assemblea*, cit., p. 279, secondo cui tale impostazione, agevolando altresì il superamento del problema dell'agnosticismo partecipativo degli azionisti di minoranza, contribusce al «buon governo societario».

892 R. SACCHI, *L'informazione*, cit., p. 102. Diversamente orientata G. BALP, *Società quotate e partecipazione all'assemblea*, cit., p. 212, la quale discorre di «svalutazione» della tradizionale funzione informativa della riunione assembleare.

893 Così P. MARCHETTI, *Intervento*, cit., p. 993.

894 P. MARCHETTI, *In tema di funzionamento*, cit., p. 123.

895 P. MARCHETTI, *In tema di funzionamento*, cit., p. 121.

896 I. CAPELLI, *La sostenibilità ambientale*, cit., p. 573.

quali sono ravvisabili «elementi di doverosità giuridicamente rilevanti»[897] che derivano dallo *status* di socio[898] e che si traducono in regole tecniche di comportamento[899].

L'evento collegiale rappresenta, dunque, l'opportunità attraverso la quale allineare opinioni potenzialmente discordanti sulle strategie imprenditoriali, che il *board* è chiamato a perseguire, e concorrere, in definitiva, a orientarne le decisioni[900] nell'interesse degli «investitori finali» sui quali incombe il rischio della gestione[901]; tale funzione di indirizzo non appare circoscritta alla sola portata finanziaria dell'attività, ma concerne anche la considerazione di interessi altri e finanche di aspettative di carattere sociale o ambientale. Lo schema delineato tende a spostare «il consenso degli azionisti da *ex post* (*exit* sulla base dei risultati) a *ex ante* (*voice* sui risultati attesi e sugli strumenti per perseguirli)»[902], introducendo un dovere per gli amministratori di bilanciare simili interessi «con l'obiettivo dell'incremento di valore della partecipazione, quando questa preferenza sia stata segnalata dagli stessi investitori in sede assembleare»[903].

La «necessità» del voto assembleare è altresì da rinvenirsi tanto nell'espansione *in itinere* dei doveri di diligenza dei gestori, quanto nella volontà di evitare ipotesi di conflittualità tra amministrazione e proprietà relativamente alla capacità dell'impresa di generare reddito e, al contempo, di competere su un mercato attento a obiettivi altri[904]. Il diritto di voto configura, ancóra, il perno essenziale per lo sviluppo e l'attuazione di un certo equilibrio tra prerogative gestorie e di controllo «proprietario» e istanze di supervisione, in una fase di «riscoperta» dell'*engagement* come «colonna portante» del sistema di *governance*[905].

2. L'esigenza di una legittimazione «democratica» alla consultazione assembleare.

Il profilo socio-ambientale forma oggetto, come evidenziato, di un addentellato normativo - effetto di un incessante sviluppo legislativo, condotto in una dimensione

---

[897] G. BALP, *Società quotate e partecipazione all'assemblea*, cit., pp. 208-209.

[898] R. COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, p. 320, osserva che l'investitore istituzionale «cessa di essere libero per diventare vincolato all'adempimento della funzione»

[899] M. MAUGERI, *Proxy advisors*, cit., pp. 12-13, osserva che «il referente di tale obbligo non [possa] essere rinvenuto nell'interesse della società partecipata a un efficiente monitoraggio dell'azione dei suoi amministratori […] bensì solo nell'interesse dei partecipanti al fondo a una efficiente gestione del loro investimento».

[900] M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in M. CERA, G. PRESTI (diretto da), *Il Testo Unico Finanziario. Mercati ed emittenti*, vol. II, Bologna, Zanichelli, 2020, pp. 1236-1237.

[901] L'investitore è tenuto a individuare, secondo le regole di diligenza e di correttezza, il comportamento conveniente nell'interesse dei partecipanti, circostanza che non esclude affatto che in particolari circostanze il gestore debba non intervenire all'assemblea anziché intervenire e votare: R. COSTI, *Risparmio gestito*, cit., pp. 322-323.

[902] ASSONIME, *Il ruolo dell'assemblea:* say on pay, say on climate, *Interventi*, n. 6/2022, p. 2, consultabile su *www.assonime.it*.

[903] M. MAUGERI, *Lo statuto delle società*, cit., p. 1237.

[904] In tema C. RICCHETTI, Say on climate, cit., pp. 99-100.

[905] G. BALP, *I consulenti di voto*, cit., 17.

non esclusivamente sovranazionale[906] - finalizzato alla integrazione delle politiche di *business* degli emittenti[907]: una «riforma radicale» del diritto dell'impresa, incentrata «sul triplice dovere […] di rispettare i diritti umani, l'ambiente naturale e le regole di buongoverno»[908]. Il percorso di riforma intrapreso mira alla definizione di un apparato organizzativo e rimediale particolarmente incisivo, funzionale alla realizzazione di una effettività di tutela degli interessi di *shareholders* e *stakeholders* non certo mediante una modifica «semplicemente [del]la definizione legislativa dello scopo [della società], senza [cioè] intervenire in maniera coerente sulla struttura organizzativa [della stessa]»[909]. Tra la definizione degli obiettivi sociali e la struttura organizzativa dell'impresa deve esistere coerenza sistematica, presupposto che esclude una assoluta neutralità del sistema di gestione, siccome le modalità in cui si estrinseca l'esercizio del potere amministrativo, supportate da adeguati strumenti di *enforcement*[910], condizionano inevitabilmente gli interessi in concreto perseguiti[911].

La salvaguardia delle istanze sociali e ambientali, finalità esterne alla società, è affidata, dunque, a regole di condotta che orientano l'azione nevralgica dei *managers* e la cui osservanza è doverosa «anche nella prospettiva della creazione di valore per gli azionisti»[912]. Gli amministratori interpretano, allora, il ruolo di co-protagonisti, insieme con gli investitori istituzionali, nella scelta etica delle procedure di adeguamento dello scopo dell'impresa al perseguimento di utilità diverse dalla mera ottimizzazione del profitto[913]. Ne deriva una deviazione dalla tradizionale funzione del *board*, non più limitata essenzialmente alla valutazione di una strategia *profit-oriented*, bensì orientata necessariamente alla composizione «[del]la vasta e non omogenea pluralità di interessi dei soggetti potenzialmente esposti agli impatti dell'esercizio dell'attività d'impresa»[914], in una logica che traduce gli interessi altri nella politica stessa della società e, dunque, nelle direttive essenziali della *governance*[915].

---

[906] Diffusamente *supra*, cap. I, sez. I, nonché cap. I, sez. II.

[907] M. VENTORUZZO, *Note minime sulla responsabilità civile nel progetto di direttiva* Due Diligence, in *Riv. soc.*, 2021, p. 382, osserva come «le violazioni dei diritti umani» nonché «[le] negligenze che causano danni all'ambiente» ricevano una tutela «già oggi, nella pressoché totalità degli ordinamenti comunitari», potendo le stesse «essere sanzionate (anche) civilisticamente, quantomeno come fatti illeciti», diversamente dagli ulteriori profili della *governance* e delle esternalità sociali dell'impresa.

[908] M. LIBERTINI, *Sulla proposta di Direttiva UE*, cit., p. 331.

[909] F. DENOZZA, *Lo scopo della società*, cit., p. 51.

[910] P. MARCHETTI, *Il bicchiere mezzo pieno*, cit., p. 342, osserva che «la difesa di beni comuni […] in un confronto senza *enforcement* a tutela di questi ultimi […] la deviazione dallo *shareholders value* è […] una forzatura».

[911] *Supra*, cap. II, sez. II, § 2.

[912] R. SACCHI, *La capacità propulsiva della s.p.a. quotata*, cit., p. 597.

[913] Con riferimento alla necessaria riduzione del divario tra l'obiettivo caratterizzante la gestione e le strategie per mezzo delle quali il *corporate purpose* può concretizzarsi, v. *supra*, cap. I, sez. I, § 1.

[914] L. CALVOSA, *La* governance *delle società quotate*, cit., p. 313.

[915] L. CALVOSA, *La* governance *delle società quotate*, cit., p. 313, che richiama sul punto N. OERTWIG, M. GALEITZKE, H.G. SCHMIEG, H. KOHL, *Integration of sustainability into the corporate strategy*, in R. STARK, G. SELIGER, J. BONVOISIN (a cura di), *Sustainable Manufacturing*, Berlin, Springer, 2017, p. 175. La funzione «compositoria» del *plenum*, tuttavia, non sembra trovare ancóra una effettiva concretizzazione, prodromica alla perdita dell'elemento della facoltatività, siccome la natura prescrittiva degli *standards* europei in materia sociale e ambientale subisce gli effetti dell'evoluzione normativa, da ultimo segnata dal c.d. «*stop the clock*» del pacchetto *Omnibus* I, su cui *supra*, cap. I, sez. I, § 8.

La conduzione sostenibile dell'impresa passa evidentemente attraverso la precipua funzione accordata al *board*. Ciononostante, il raggiungimento dei traguardi connessi a una *governance* attenta (anche) a investimenti di carattere reputazionale non può prescindere dal coinvolgimento dei soci all'interno dell'architettura societaria e, dunque, da una flessibilità interpretativa dei rigidi canoni sottesi allo sviluppo imprenditoriale: l'*engagement* condiziona le scelte strategiche e imprenditoriali concernenti la direzione degli affari sociali, ingerendosi nell'esercizio del potere amministrativo come strumento non di mero controllo, ma altresì di indirizzo[916]. Lo schema societario riserva uno spazio «sociale» agli investitori istituzionali funzionale alla tutela di un interesse generale più ampio, che caratterizza il rapporto tra gestori e beneficiari finali dell'investimento[917].

L'organo esecutivo è innegabilmente vincolato alla necessità di conciliare le dissimili visioni dei soggetti attenti alle sorti dell'ente, cómpito che si rivela non particolarmente agevole tenuto conto della incertezza che aleggia intorno alla qualificazione dei doveri connessi a una gestione improntata alla sostenibilità, tenuto conto «[del]a pluralità di significati che questa locuzione assume nella prassi, [del]la vastità ed eterogeneità delle tematiche in essa sussumibili e [del]la difficoltà di attribuirle un significato univoco [elementi che] creano inevitabilmente sconcerto e diffidenza in chi è abituato a ragionare in termini di (rapporti tra) fattispecie e disciplina»[918]. La complessità del lemma, «(ab)usato dalle fonti di produzione normativa, di *hard law* come di *soft law*, interne e internazionali»[919], induce a ricostruirne il significato in una duplice dimensione[920]. La prima, interna all'impresa, allude al valore economico della sostenibilità nel tempo, segnatamente alla possibilità di preservare un equilibrio finanziario in un arco temporale sufficientemente esteso[921]; in questa prospettiva, la sostenibilità evoca il concetto di «continuità aziendale», di cui all'art. 2086 c.c., e, dunque, l'antitesi «*short termism versus long-termism*»[922]. La seconda, esterna all'impresa, richiama la capacità di non pregiudicare o, in ogni caso, di non contribuire a pregiudicare gli assetti naturali, gli equilibri ambientali e climatici, sociali e di buon governo, relativamente a un orizzonte temporale adeguatamente prolungato[923]; il riferimento è, in questa visione, a un'impresa orientata verso una programmazione disancorata da mere logiche utilitaristiche.

Adottando una visuale più ampia, il paradigma della sostenibilità sembra assumere rilievo prevalentemente nella sua essenza di regola di condotta, quale «metro di

---

916 *Supra*, cap. I, sez. I, § 3.1.

917 *Supra*, cap. I, sez. II, § 2.1.

918 G. OLIVIERI, F. VELLA, G.D. MOSCO, *Editoriale*, cit., p. 3.

919 R. LENER, P. LUCANTONI, *Sostenibilità* esg, cit., p. 6.

920 M. STELLA RICHTER JR., Long-Termism, cit., p. 30, osserva come la sostenibilità evochi «due diversi significati e due diverse tendenze, le quali […] non sono necessariamente convergenti» ma «[n]aturalmente tra le diverse accezioni o dimensioni della sostenibilità vi sono relazioni».

921 M. STELLA RICHTER JR., Long-Termism, cit., p. 30, ravvisa nella sostenibilità «interna» un significato assai vicino, se non coincidente, con quello di «stabilità».

922 R. LENER, P. LUCANTONI, *Sostenibilità* esg, cit., p. 7.

923 Il riferimento è alle «esternalità» dell'attività d'impresa; in tema R. LENER, P. LUCANTONI, *Sostenibilità* esg, cit., p. 7.

valutazione» per adeguare l'*agere*, inteso in termini di organizzazione e gestione dell'attività economico-finanziaria dell'impresa, a finalità cautelative; esso presuppone, cioè, «la osservanza di alcune linee guida che sottolineano la volontarietà, la trasparenza e la qualità dei processi produttivi»[924]. Nel quadro illustrato, una *governance* sostenibile, volta alla promozione di forme di coinvolgimento e di cooperazione *durante societate*, si rivela quale logico presupposto per la definizione di finanche adeguate forme di tutela delle minoranze[925], «che, *rebus sic stantibus*, non altera né l'essenza dello scopo lucrativo (laddove applicabile), né la natura dell'attività svolta»[926].

L'organizzazione societaria - che resta una «struttura "funzionalmente" privata, costituita, cioè, non soltanto sulla base di un atto di autonomia privata, ma per il conseguimento di interessi "negoziali" […] gli unici […] ad assumere rilevanza nell'ambito della disciplina societaria, ed a mantenerla anche successivamente al sorgere dell'organizzazione»[927], e preminentemente l'interesse dei soci - non sembra, quindi, promuovere l'obiettivo della sostenibilità quale mera conseguenza di un imperativo categorico in grado di condizionare eticamente scelte individuali. Non si tratta, invero, di ricercare una «euristica del timore» fondante un generico principio di responsabilità in virtù del quale gli operatori economici siano chiamati a rispondere delle conseguenze future del proprio operato sulla collettività[928]. La questione concerne, invece, il reale e necessario bilanciamento tra esigenze diverse[929], orientando lo scopo sociale nella direzione segnata dalle sfide (normative) della sostenibilità[930], pur senza pregiudicare la posizione economica della compagine societaria[931]: l'adozione di scelte tese a soddisfare interessi esterni - non confliggenti con l'interesse dei soci - è, invero, consentita nella misura in cui, «sia pure nel lungo periodo, [dette scelte] possano

---

924 Così F. CAPRIGLIONE, *Responsabilità sociale d'impresa e sviluppo sostenibile*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2022, I, pp. 5-6, il quale discorre, altresì, con riferimento allo sviluppo sostenibile, di «nuova 'frontiera etica' della finanza».

925 F. CAPRIGLIONE, *Responsabilità sociale d'impresa*, cit., p. 6, evidenzia che «[c]rescita economica, consumo e produzione responsabili divengono, quindi, gli elementi costitutivi di un paradigma imprenditoriale che si pone a fondamento della costruzione di una nuova socialità d'impresa».

926 A. SACCO GINEVRI, *Divagazioni su* corporate governance *e sostenibilità*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2021, I, p. 84.

927 G. FERRI JR, *Interesse dell'impresa e posizioni soggettive nell'evoluzione del diritto societario*, in R. SACCHI, A. TOFFOLETTO (a cura di), *Esiste uno "stile giuridico" neoliberale? Atti dei seminari per F. Denozza*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2019, p. 76.

928 La evocata costruzione teorica, suggestiva, ma non condivisibile, enfatizza una certa valenza etica nella conduzione dell'impresa sociale; sul punto cfr. M. MAUGERI, *Sostenibilità ed* Engagement, cit., p. 1351, il quale richiama la tesi di H. JONAS, *Il principio responsabilità. Un'etica per la civiltà tecnologica*, P.P. PORTINARO (a cura di), P. RINAUDO (traduzione di), Torino, Einaudi, 2009, p. 16, secondo cui bisognerebbe «agi[re] in modo tale che le conseguenze della [propria] azione siano compatibili con la permanenza di un'autentica vita umana sulla terra» e «non distruggano la possibilità futura di tale vita».

929 M. VENTORUZZO, *Troppa responsabilità*, cit., definisce la sostenibilità «ormai una necessità anche commerciale».

930 In termini F. VELLA, *Azionisti e* stakeholder: *la torta può crescere per tutti*, in *lavoce.info*, 7 aprile 2021.

931 O. HART, L. ZINGALES, *The New Corporate Governance*, cit., p. 204, ritengono che le società debbano abbandonare una logica legata alla massimizzazione del profitto (*shareholder value maximization*) per adottare una prospettiva finalizzata alla massimizzazione del benessere degli azionisti (*shareholder welfare maximization*).

essere considerate vantaggiose per i soci»[932]. La tutela di esigenze estranee alla disciplina generale, ma coinvolte nell'attività d'impresa non compromette la qualificazione dell'interesse sociale[933]; di talché, «il riferimento dell'interesse sociale limitato agli interessi dei soci attuali va ridimensionato»[934].

È ormai chiaro che di sostenibilità «[possa] discorrersi tanto con riferimento alla «gestione dell'impresa», e quindi in relazione agli obblighi gravanti sull'organo amministrativo della società, quanto in riferimento alla «gestione di patrimoni altrui», e allora evocando obblighi gravanti sugli investitori istituzionali»[935]. La potenziale antinomia tra scopo lucrativo e sostenibilità appare, così, declassata per fare spazio a una concezione di «lucro sostenibile», in cui la realizzazione delle nuove finalità sociali non rappresenta semplicemente un'alternativa perseguibile dall'impresa a determinate condizioni al solo fine di poter competere sul mercato, ma altresì un obiettivo imposto dal legislatore; in tal senso, «la sostenibilità non incide sull'*an*, ma solo sul [*quomodo*] in cui l'impresa persegue il suo fine, che rimane lucrativo anche se (e quando) sostenibile»[936].

«[L]a genericità, la contraddittorietà e la vaghezza dei fini cui debbono essere preordinate le politiche [societarie]», che rende, di fatto, particolarmente complessa e oltremodo indeterminata la funzione assegnata al *board*, consente, allora, di giustificare l'esigenza di «una legittimazione "democratica" (ma in realtà, a tutto concedere al più "plutocratica") [al]le iniziative […] di consultazione assembleare su differenti aspetti di interesse generale»[937]. Particolare attenzione merita, allora, l'ammissibilità - e, preliminarmente, l'inquadramento funzionale - di un orientamento assembleare dal carattere meramente consultivo ovvero vincolante concernente lo sviluppo o, meglio ancóra, il successo sostenibile dell'impresa, in assenza di un puntuale impianto normativo concernente il *say on climate*.

2.1. (*segue*) L'inquadramento funzionale di una pronuncia consultiva. Il nesso tra politiche di remunerazione degli amministratori e obiettivi di sostenibilità.

L'eventuale applicazione di deliberazioni «*sui generis*»[938], prive di una diretta incidenza o, comunque, di un effetto giuridicamente coercitivo sulle scelte gestorie, trova il suo

---

[932] R. COSTI, *Responsabilità sociale dell'impresa e diritto azionario italiano*, in AA.VV., *La responsabilità dell'impresa*, Convegno per i trent'anni di Giurisprudenza Commerciale, Bologna, 8-9 ottobre 2004, Milano, Giuffrè, 2006, p. 104.

[933] V. CALANDRA BUONAURA, *Funzione amministrativa e interesse sociale*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Atti del convegno, Milano, 9 ottobre 2009, Milano, Giuffrè, 2010, p. 101.

[934] P.G. JAEGER, *L'interesse sociale*, cit., p. 800.

[935] M. MAUGERI, *Sostenibilità ed* Engagement, cit., p. 1352.

[936] G. OLIVIERI, F. VELLA, G.D. MOSCO, *Editoriale*, cit., p. 6.

[937] Così M. STELLA RICHTER JR., Corporate Sustainability Due Diligence, cit., p. 724, spec. nt. 22, il quale manifesta, peraltro, un certo scetticismo nei confronti di iniziative, in larga parte, di facciata: «*say on climate; say on this; say on that*».

[938] G.B. PORTALE, *Amministrazione e controllo nel sistema dualistico delle società bancarie*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, p. 38.

ideale àmbito di elezione nell'area tematica delle società di capitali, ove l'attribuzione all'assise dei soci di poteri su profili altri, contenuti ulteriori e non-finanziari è incentivata dalla diffusione delle tematiche legate alla sostenibilità. La circoscrizione tipologica ne rivela, implicitamente, la dimensione operativa effettuale[939]: la presenza di un ufficio amministrativo settorializzato e la partecipazione di una compagine sociale altamente frammentata configurano, invero, un peculiare assetto strutturale in relazione al quale risulta funzionale l'instaurazione di una dinamica di confronto collaborativo «interorganico» fondata sulla acquisizione non di mere approvazioni ovvero di autorizzazioni in senso tecnico, bensì di «opinioni» su materie attinenti all'esercizio dell'impresa e su profili altresì divergenti rispetto allo spazio di manovra tipicamente assegnato all'organo amministrativo[940].

La determinazione consultiva non pare caratterizzarsi per una ingerenza penetrante sulle scelte gestorie dell'organo amministrativo, tale che il *board* «non [possa] ragionevolmente immaginare di adottarle sotto la propria esclusiva responsabilità, senza coinvolgere l'assemblea»[941]. La posizione assunta dalla base sociale mostra, invece, la propria utilità sul preminente piano dell'informazione e non della costrizione, relativamente alla esigenza di comporre e coniugare l'eterogeneità delle aspettative maturate in ordine alla condotta che i gestori devono adottare, con particolare riguardo all'eventualità in cui ingente si manifesti il pericolo di una deviazione dal perseguimento dell'interesse sociale[942].

Una prima testimonianza di deliberazione assembleare non vincolante si rintraccia nel settore delle politiche di retribuzione del *management*[943]: in un contesto ordinamentale sempre più attento alle ricadute sociali dell'attività d'impresa - l'attenzione del legislatore, sovranazionale e nazionale, riflette la sempre maggiore considerazione che l'opinione pubblica riserva alla materia delle retribuzioni degli esecutivi[944] - il tema della remunerazione degli amministratori assume, invero, una posizione di rilievo nel dibattito sulla *corporate governance*. L'ordinamento concede ai soci uno specifico diritto di *voice* in merito al compenso dei gestori, nella consapevolezza che la remunerazione degli amministratori rappresenti un meccanismo di «incentivo»

---

939 L'opportunità di una interlocuzione «consultiva» del socio pare potersi estendersi anche alle società di persone, stante la previsione di cui all'art. 2320, comma 2, c.c. ai sensi della quale, «i soci accomandanti […] se l'atto costitutivo lo consente [possono] dare autorizzazioni e pareri per determinate operazioni», dunque assumere determinazioni dal «carattere necessariamente consultivo, e non vincolante»; trattasi di una «peculiare forma di incidenza di tale classe di soci sulla concreta operatività dell'organo gestorio»: in tal senso L. PISANI, *Società in accomandita semplice*, in M. CIAN (a cura di), *Diritto commerciale*, Torino, Giappichelli, 2013, t. II, p. 150. Cfr. altresì A. VIVIANI, *Il principio di maggioranza e l'esclusione dell'unico accomandatario di s.a.s.*, in *Giur. comm.*, 2011, II, p. 790.

940 M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari "consultive"*, cit., p. 146.

941 M. MAUGERI, *Considerazioni*, cit., pp. 407-408.

942 M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari "consultive"*, cit., p. 146.

943 In tema M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari "consultive"*, cit., p. 147.

944 Emblematica, al riguardo, è l'iniziativa condotta da Thomas Minder, nel 2013, in Svizzera, che vede l'attribuzione all'assemblea generale degli azionisti, quale risultato referendario espressione di un sentito bisogno di giustizia sociale, la competenza a decidere in merito ai compensi del *management*. Per un approfondimento, sul punto, si rinvia a R. BAHAR, R. MALACRIDA, T. SPILLMANN, *Say on Pay in Switzerland. Minder initiative wins the popular vote*, in *Bär & Karrer Briefing*, 2013, consultabile su *www.baerkarrer.ch*.

e «controllo» imprescindibile per assicurare l'integrità e l'efficacia dei sistemi di governo societario[945].

La fattispecie evade dai confini delle notizie riservate[946], abbandonando un interesse della società alla massima segretezza - «*never explain, never apologize*»[947] - e consegnando alla base azionaria, così come al mercato, una dettagliata procedura per il monitoraggio delle politiche di remunerazione e della relativa attuazione[948]. La prospettiva normativa legata alle politiche di remunerazione non conduce esclusivamente alla sintesi di decisioni strategiche, ma incide, preliminarmente, sul procedimento di assunzione delle scelte dei gestori e sulla propensione al rischio dei *managers*; al contempo, le questioni relative alla retribuzione sembrano poter contribuire, nell'àmbito del procedimento decisionale, a un incremento dell'attenzione sugli interessi delle diverse categorie di soggetti che, a vario titolo, sono coinvolti nella *governance* societaria[949].

La disciplina del *say on pay*, quale meccanismo attraverso cui esprimere un voto, vincolante (*binding vote*) ovvero non vincolante (*advisory vote*), sulle politiche di remunerazione degli amministratori, diventa il riflesso di una ben più ampia visione comunitaria volta a valorizzare il ruolo degli azionisti nella *governance* societaria: l'art. 9-*bis* della Direttiva (UE) 2017/828 prevede che le società elaborino una politica retributiva degli amministratori - che «contribuisc[a] alla strategia aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società»[950] - e la sottopongano alla votazione vincolante o, altrimenti, consultiva dell'assemblea generale degli azionisti; il piano di remunerazione «spiega come è stato tenuto conto del compenso e delle condizioni di lavoro dei dipendenti della società nella determinazione della politica di remunerazione» e, con specifico riferimento alla remunerazione variabile, «stabilisce i criteri da utilizzare basati sui risultati finanziari e non finanziari, tenendo conto, se del caso, dei criteri relativi alla responsabilità sociale d'impresa»[951]. Guadagnano spazio, nella determinazione della retribuzione del *board*, accanto alla «sostenibilità economica», intesa come l'abilità di generare profitti in modo duraturo nel tempo, parametri riconducibili alla sostenibilità ambientale e sociale: *(i)* la capacità di preservare «la qualità e la riproducibilità delle risorse naturali, […] la diversità biologica e di

---

945 M. RABITTI, P. SPATOLA, *sub* art. 123-*ter*, in M. FRATINI, G. GASPARRI (a cura di), *Il testo unico della finanza*, t. II, Milanofiori Assago, 2012, p. 1713.

946 G.E. COLOMBO, *Il bilancio di esercizio*, in G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, t. VII, Torino, Utet, 1994, p. 150, con riferimento al tema della pubblicazione delle remunerazioni degli amministratori, discorre di indicazione cumulativa dell'ammontare per l'intera categoria e non concernente i singoli componenti del *board*, «ad evitare che l'informazione scada in pettegolezzo».

947 A. CHILOIRO, *La remunerazione degli amministratori delle banche: profili di diritto societario*, in *Banca impresa soc.*, 2017, p. 83, nt. 8.

948 In tema M.L. VITALI, M. MIRAMONDI, *La remunerazione degli amministratori di società quotate tra equilibrio degli interessi in gioco e assetti proprietari concentrati*, 1 aprile 20214, in *dirittobancario.it*.

949 I. CAPELLI, *La sostenibilità ambientale*, cit., p. 555.

950 In tal senso, l'art. 15, par. 3, della Proposta di Direttiva materia di *Corporate Sustainability Due Diligence* del 23 febbraio 2022 collega la remunerazione variabile del *board* «al contributo dell'amministratore alla strategia aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società»; tuttavia, l'impostazione delineata dalla Proposta si discosta dalla versione definitiva della Direttiva (UE) 2024/1760. Sul punto si rinvia *supra*, cap. I, sez. I, § 7.

951 *Supra*, cap. I, sez. I, § 3.3.

garantire l'integrità degli ecosistemi»; *(ii)* la idoneità di garantire l'accesso a beni considerati fondamentali «(sicurezza, salute, istruzione) e a condizioni di benessere (divertimento, socialità, serenità)», in modo equo e in una prospettiva non solo attuale ma, altresì, futura[952].

Sulla scia riformista unionale si colloca, altresì, il voto di cui all'art. 123-*ter* t.u.f., il cui contenuto consegna al pubblico un impianto accurato per il monitoraggio dei meccanismi di retribuzione approvati dall'organo amministrativo[953], rafforzando altresì il ruolo dell'assemblea. Gli azionisti esprimono un voto, vincolante, su un documento illustrativo circa le modalità in cui il piano per la determinazione dei compensi «contribuisce alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società»; dalla sua mancata approvazione discende la corresponsione di «remunerazioni conformi alla più recente politica di remunerazione approvata dall'assemblea o, in mancanza, […] alle prassi vigenti».

All'adunanza dei soci è sottoposta l'approvazione, non vincolante, di un documento ulteriore, che rappresenta le singole voci della remunerazione, descrivendo analiticamente i compensi corrisposti nell'esercizio, «nominativamente per i componenti degli organi di amministrazione e di controllo, i direttori generali, e in forma aggregata […] per i dirigenti con responsabilità strategiche». La previsione del voto non vincolante e, dunque, la pronuncia sulla seconda parte della relazione sulla strategia di remunerazione, nonostante configuri un «*advisory vote*»[954], ricade tra le competenze «ricorrenti» dei soci[955] poiché trattasi di materia posta all'ordine del giorno dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio sociale - e precisamente «almeno una volta l'anno, entro il termine stabilito dallo statuto e comunque non superiore a centoventi giorni dalla chiusura dell'esercizio sociale»; in ogni caso, «non superiore a centottanta giorni, nel caso di società tenute alla redazione del bilancio consolidato ovvero quando lo richiedono particolari esigenze relative alla struttura ed all'oggetto della società» - o, nelle società che si sono dotate del sistema dualistico, all'ordine del giorno dell'assemblea convocata per deliberare sulla destinazione dell'utile di esercizio. La valutazione sulla seconda sezione della relazione è sottoposta, dunque, al voto della compagine sociale, che si caratterizza per una più intensa frequenza rispetto al voto sulla *remuneration policy*, laddove l'art. 123-*ter*, comma 3-*bis*, t.u.f. si limita a sottoporre la prima parte della relazione al voto dei soci «con la cadenza richiesta dalla durata della politica […] e comunque almeno ogni tre anni o in occasione di modifiche della politica medesima». La circostanza che l'oggetto della delibera si rinvenga in una documentazione non solo riepilogativa dei compensi corrisposti, e dunque illustrativa di ciascuna delle voci che compongono la retribuzione, ma altresì

952 I. CAPELLI, *La sostenibilità ambientale*, cit., p. 560.

953 L'art. 123-*ter*, comma 3-*bis*, t.u.f. precisa che «[l]a politica di remunerazione contribuisce alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e illustra il modo in cui fornisce tale contributo»; che, inoltre, «le società sottopongono al voto dei soci la politica di remunerazione» e «attribuiscono compensi solo in conformità con la politica di remunerazione da ultimo approvata dai soci».

954 I. CAPELLI, *La sostenibilità ambientale*, cit., p. 577.

955 M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari "consultive"*, cit., p. 148.

rappresentativa «[di] come la società [abbia] tenuto conto del voto espresso l'anno precedente sulla seconda sezione della relazione» conferma l'intensità del coinvolgimento degli azionisti: il voto, dunque, si esprime sull'adeguatezza delle misure predisposte dai gestori all'esito della precedente deliberazione, fornendo, in tal modo, una indicazione circa «[la] qualità del rapporto che, in concreto, intercorre fra gli amministratori e la maggioranza assembleare», resa partecipe di un dato non tanto quantitativo, ma qualitativo. Peraltro, l'eventuale voto contrario sulla seconda sezione espone la società «ad importanti effetti reputazionali», amplificati dalla pubblicità di cui all'art. 123-*ter*, comma 6, t.u.f., che mette a disposizione del pubblico un'articolata serie di dati (numero di voti favorevoli, numero di voti contrari, numero di astensioni) che rimarcano la reale portata dell'eventuale dissenso manifestato in sede assembleare[956]. Il voto consultivo e non vincolante sembra potersi annoverare tra gli strumenti di «*moral suasion*» funzionali a incentivare comportamenti virtuosi all'interno delle società[957]: l'espressione di un voto contrario non produce, invero, effetti giuridici vincolanti sulla politica di remunerazione adottata; di talché, l'incentivo per eventualmente correggere la *policy* si ricava dal giudizio negativo risultante dal mercato. Nella prospettiva delineata, alla decisione dei gestori di mantenere in ogni caso inalterato il piano di remunerazione elaborato, dovrebbe corrispondere, specularmente, un onere di motivazione particolarmente persuasivo, non solo nei confronti della base sociale dissenziente gli azionisti, ma altresì verso il mercato.

La sostenibilità si inserisce, allora, in uno scenario regolamentare in cui i ruoli principali sono interpretati da amministratori e soci, cui si aggiungono le eventuali interazioni e/o reazioni del mercato a séguito della istituzione dei suindicati canali informativi. La documentazione prevista, invero, mette a disposizione del pubblico una testimonianza completa degli intenti programmatici - perseguiti e/o da perseguire - attraverso il meccanismo della retribuzione degli amministratori, pianificazione funzionale alla strategia imprenditoriale, nonché al perseguimento degli eterogenei interessi della società; e ancóra, porta a conoscenza del mercato l'orientamento della base azionaria, al fine di poter esaminare lo «stato di salute» del vincolo fiduciario con il *management* e di assumere, conseguentemente, decisioni sugli investimenti[958].

La compiutezza e la complessità dei dati oggetto di *public information* esigono, altresì, una esposizione programmatica dei profili che attengono alla promozione della sostenibilità della società, cui si affianca l'illustrazione delle modalità con cui si concorre al successo sostenibile: gli intensi obblighi di trasparenza previsti dalla disciplina di settore, dunque, non si esauriscono nella richiesta trasmessa all'emittente concernente una mera enunciazione di principio, bensì involgono il processo esecutivo, prescrivendo «uno sforzo di concretezza» tale da dissuadere dalla tentazione di impiegare formulazioni oltremodo generiche e prive di concreti riscontri fattuali[959].

---

956 I. CAPELLI, *La sostenibilità ambientale*, cit., pp. 577-578; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Voto assembleare*, cit., p. 862.

957 M. RABITTI, P. SPATOLA, *sub* art. 123-*ter*, cit., p. 1715.

958 M. RABITTI, P. SPATOLA, *sub* art. 123-*ter*, cit., p. 1715.

959 I. CAPELLI, *La sostenibilità ambientale*, cit., p. 574, nt. 52.

Una ulteriore fattispecie deliberativa non vincolante si rinviene, seppur in un differente àmbito, nella disciplina dettata in materia di operazioni con parti correlate[960]: in particolare, relativamente al compimento di un'operazione tra la società e una parte correlata, l'art. 4, comma 3, del Regolamento Consob 12 marzo 2010, n. 17221[961], prevede che «[l]e delibere sulle procedure e sulle relative modifiche sono approvate previo parere favorevole di un comitato, anche appositamente costituito, composto esclusivamente da amministratori indipendenti […] o, in loro assenza, previo parere non vincolante di un esperto indipendente»; in ogni caso, la società informa il pubblico sulle operazioni eventualmente approvate nonostante il parere negativo[962].

Le ipotesi testé richiamate dimostrano come la discussione in assemblea di «certe operazioni sociali» offra agli azionisti, unitamente a una corretta informazione, una singolare opportunità, ancorché mediata, per valutare il comportamento dei soggetti deputati alla gestione, «non sulla base dei soli conti, ma anche della professionalità che emerge dai loro comportamenti»[963]; al contempo, manifestano una certa inidoneità delle pronunce assembleari consultive a vincolare la condotta degli amministratori. Epperò, il voto sulla remunerazione connessa a questioni sociali e ambientali rappresenta, sul versante degli azionisti, «un parametro oggettivo di valutazione» delle decisioni discrezionali assunte dagli amministratori e, di converso, sul versante dei gestori, «uno strumento di responsabilizzazione e rafforzamento dell'obbligo dei medesimi di rendere conto agli azionisti»[964]: la mancata condivisione del parere assembleare, qualora non supportato da un'adeguata ragione si manifesta quale «sintomo di cattiva gestione […] ove si possa ragionevolmente ritenere *a priori* che si è di fronte a scelte irragionevoli, non adottate con la dovuta diligenza professionale»[965]. Un diverso approccio condurrebbe all'applicazione di un criterio di prognosi postuma e, dunque, a una potenziale strumentalizzazione del voto consultivo al fine di sindacare *a posteriori*, nel merito, l'azione amministrativa.

L'assenza di inderogabilità e la mancanza di vincolatività degli effetti della singolare delibera sociale non sembrano respingere, invero, la possibilità che un comportamento dissonante del *board*, distante, cioè, dal parere espresso dall'assemblea, assuma, dunque, un qualche rilievo, se non altro in termini di diligenza della condotta: il meccanismo di

---

960 In tema M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari "consultive"*, cit., p. 150. M. RABITTI, P. SPATOLA, *sub* art. 123-*ter*, cit., p. 1714, nt. 33, rinvengono già «[ne]llo strumento del voto consultivo, non vincolante», in materia di operazioni con parti correlate, «un precedente».

961 Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate (adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010), consultabile all'indirizzo *www.consob.it*. L'art. 3, comma 1, lett. *a*), del Regolamento *de quo* definisce parti correlate «i soggetti definiti come tali dai principi contabili internazionali» di cui al par. 9 *IAS* 24, e segnatamente una persona o un'entità che: è correlata all'entità che redige il bilancio; ha il controllo o il controllo congiunto dell'entità che redige il bilancio; ha un'influenza notevole sull'entità che redige il bilancio; è uno dei dirigenti con responsabilità strategiche dell'entità che redige il bilancio o di una sua controllante».

962 In tema G.F. CAMPOBASSO, *Amministrazione*, in M. CAMPOBASSO (a cura di), *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, Milano, Utet, 2020, p. 374.

963 A. BERTOLOTTI, *Le competenze*, in G. CAVALLI (a cura di), *Assemblea e amministratori*, Milanofiori Assago, Utet, 2013, p. 31.

964 A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Voto assembleare*, cit., p. 861.

965 M. RABITTI, P. SPATOLA, *sub* art. 123-*ter*, cit., p. 1716.

interlocuzione con i soci-investitori tiene indenne, in ogni caso, la discrezionalità degli amministratori che, nella specie, interviene sul profilo reputazionale della società, richiedendo particolare cautela[966].

Una tale circostanza stimola la riflessione sulla incidenza di un intervento collegiale limitato alla sola esteriorizzazione di un parere. La rilevanza di una mera opinione esternata dai soci su un dato argomento sembra, allora, ricavarsi «da quel rapporto fiduciario che intercorre necessariamente tra assemblea e gestori, che di quella sono espressione»[967]. Il contributo dell'assise, ancorché limitato, non appare, in tal senso, meno pervasivo, potendo persino mettere in discussione tale vincolo fiduciario: la funzione del voto consultivo - «che è un voto palese» - delinea, invero, con chiarezza, l'entità della relazione con l'azionariato; adottando siffatto angolo visuale, l'obbligo di trasparenza imputabile all'organo amministrativo «diventa l'occasione di un reale confronto sulle scelte gestorie»; non vi è dubbio, invero, che le politiche di remunerazione degli amministratori rappresentino una sorta di «cartina di torna sole» delle intenzioni future dell'organo gestorio[968]. La struttura societaria si articola nelle diverse funzioni - deliberativa e amministrativa - in ragione delle prerogative della seppur variabile relazione tra soci e *managers*[969], «caratteri essenziali» dell'impresa che definiscono il «vitale giuoco delle parti, in cui nessuno dei due può assumere in toto le veci dell'altro»[970]: il legame che accomuna amministratori e soci deve - o, almeno, dovrebbe - indurre i primi a guadagnare il *favor* dei secondi, interpretandone ovvero accogliendone interessi e inclinazioni.

I parametri *environmental*, *social and governance*, eventualmente integrati nel piano di remunerazione approvato dai soci, potrebbero costituire, invero, i primi *standard* di orientamento dell'organo amministrativo nella «torsione» degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili verso il perseguimento di un successo sostenibile della società[971].

Il *say on climate* necessita, allora, di ulteriore approfondimento quanto ai rapporti tra assemblea e amministrazione, vertendo su scelte concernenti il profilo gestorio, e segnatamente alla idoneità di arginare o meno il principio di gestione esclusiva, pur difettando di un connotato coercitivo puramente inteso.

---

966 Sul punto, cfr. L. CALVOSA, *La sfida della sostenibilità*, cit., p. 15, la quale osserva che i connotati di esclusività che assume la funzione gestoria persistono inalterati nonostante l'assegnazione di competenze consultive all'assemblea degli azionisti.

967 A. BERTOLOTTI, *Le competenze*, cit., p. 32.

968 M. RABITTI, P. SPATOLA, *sub* art. 123-*ter*, cit., p. 1715.

969 P. MONTALENTI, *I problemi*, cit., p. 372.

970 Evidenzia la necessità di un rapporto fiduciario tra organo gestorio e assemblea C. VASTA, *I rapporti tra gli amministratori e l'assemblea dei soci nella nuova disciplina del CCII*, in Giur. comm., 2024, I, p. 1037, ancorché in riferimento alle interferenze della disciplina dettata dal Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza.

971 A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Voto assembleare*, cit., pp. 861-862, evidenzia, al riguardo, che il *board*, sulla base di siffatta impostazione, «dovrebbe motivare con maggiore puntualità la scelta di non aver compiuto azioni in tal senso, già a partire dalla predisposizione di assetti adeguati, a favore di ulteriori politiche di sostenibilità».

3. La funzione (deliberativa) rilevante del *say on climate* nella relazione tra organo assembleare e organo amministrativo.

La «rivalutazione degli spazi di intervento assembleare»[972] e l'idea di sottrarre gli amministratori «[al]l'isolamento»[973] che caratterizza l'ufficio gestorio, mediante l'attribuzione di una competenza discrezionale tale da «dare ingresso» a interessi altri meritevoli di tutela[974], appaiono in distonia con la tendenziale rigidità della struttura interna dell'emittente e degli assetti societari[975]. La dimensione manageriale dell'impresa, che si ricava dalla lettura dell'art. 2380-*bis* c.c. e dell'art. 2364, comma 1, n. 5, c.c., sembra rimarcare *prima facie* un certo «allontanamento degli azionisti dall'area funzionale pertinente alla gestione dell'impresa»[976]; ciononostante, emerge una «perdurante» attribuzione di competenze proprie in àmbito gestorio all'assemblea[977], espresse in forma di indirizzo della *governance* secondo «preferenze e aspettative dei destinatari ultimi» dell'attività di impresa[978] ovvero per il riconoscimento di competenze «non scritte»[979], che ridimensiona la portata della esclusività nella conduzione dell'impresa riservata al *board*[980].

La funzione amministrativa appare, dunque, suscettibile di essere identificata in relazione all'affermazione di un «dovere» di conciliare le eterogenee attese (extra)sociali con l'intenzione di incrementare il valore della partecipazione «quando questa preferenza sia stata segnalata dagli stessi investitori in sede assembleare»[981]: ampliando il raggio di osservazione, l'azione di orientamento imputabile all'esito di una deliberazione sembra esplicarsi non soltanto nei confronti degli amministratori ma anche - e soprattutto - tra gli stessi soci-investitori[982]. Le modalità di aggregazione della maggioranza assembleare sviluppano, invero, una «precisa valenza segnaletica» nei

---

[972] M. MAUGERI, *Considerazioni*, cit., p. 339.

[973] L. CALVOSA, Say-on-climate *e competenze assembleari nella società per azioni quotata*, in *Riv. soc.*, 2022, p. 1078.

[974] M. MAUGERI, *Lo statuto delle società*, cit., p. 1237.

[975] In tal senso M. LIBERTINI, *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003. Appunti per un corso di diritto commerciale*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, I, p. 218, il quale sostiene che all'assemblea non sia assegnato alcun potere, né di determinazione né di indirizzo, sulla gestione dell'impresa, ma «[s]olo indirettamente e parzialmente una funzione di indirizzo può essere attribuita dallo statuto attraverso la previsione di autorizzazioni assembleari per singoli atti o categorie di atti».

[976] M. MAUGERI, *Considerazioni*, cit., p. 343.

[977] A. GUACCERO, *L'attivismo azionario*, cit., p. 423.

[978] M. MAUGERI, *Considerazioni*, cit., p. 352.

[979] G.B. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio*, cit., pp. 29-30, riconosce all'assemblea «eccezionalmente» una competenza gestoria «in presenza di operazioni che - pur potendo astrattamente rientrare nella competenza dell'organo amministrativo - per la loro rilevanza economica e per la loro capacità di incidere in profondità sulla struttura organizzativa dell'impresa sociale e dei diritti dei soci (anche solo rendendoli mediati) si avvicinano a materie di competenza propria dell'assemblea».

[980] Circa la redistribuzione del potere decisionale tra organo gestorio e organo assembleare v. *supra*, cap. II, sez. II, § 4.

[981] M. MAUGERI, *Lo statuto delle società*, cit., p. 1237.

[982] B. LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, cit., p. 353, discorre di assemblea in termini di sede del «dibattito fra azionisti» e non solo «fra azionisti e amministratori».

confronti degli azionisti dissenzienti e, di conseguenza, contribuiscono indirettamente alla omogeneità dei benefici perseguiti dalla compagine sociale[983].

Il ruolo dell'assise, in modo significativo nelle società con azionariato diffuso segnate da un «ri-bilanciamento» del potere decisionale (anche a favore delle minoranze)[984] - «materia in costante fermento sotto la spinta dei mutamenti della realtà sociale e dei mercati»[985] - non può, allora, esaurirsi nel solo profilo organizzativo relativo all'esercizio di un potere[986]: l'essenza dell'azione svolta dall'assemblea, «quale organo deputato a plasmare lo statuto e, dunque, a definire le regole del gioco societario»[987], deve individuarsi nella complementare ma prioritaria missione informativa[988]. Il coinvolgimento dei soci nella *governance*, parallelamente, non sembra potersi inquadrare nella sola prospettiva concernente i limiti che possono eventualmente sorgere a carico degli amministratori quale risultato di una deliberazione assembleare, ma, altresì, nell'ottica della condivisione e della diffusione di strategie e di orientamenti, quale conseguenza della circolazione di informazioni tra azionisti e *management*[989]. Il criterio di separazione dei poteri (interni) non aggira, infatti, il dovere informativo imputabile agli amministratori nei confronti degli azionisti in presenza di decisioni strategiche da assumere, con susseguente responsabilità nel caso in cui la mancata comunicazione sia fonte di danni anche patrimoniali[990]. In sede assembleare, poi, ai soci è concesso il potere-dovere di deliberare l'eventuale approvazione di raccomandazioni - obbligatoriamente richieste ma - non vincolanti sulle materie oggetto di informativa[991]. Non si tratta, dunque, di «rivitalizzare» l'assemblea in termini di spazio esclusivo di formazione della volontà sociale, nonché di adozione delle decisioni in esito a un dibattito effettivo, bensì di «esaltare» l'assise quale *locus* istituzionalmente designato a garantire ai soci-investitori un flusso costante di informazioni - *soft information*[992] - non solo sulla «consistenza attuale» ma anche sul

---

983 M. MAUGERI, *Lo statuto delle società*, cit., p. 1237.

984 F. GUERRERA, *"Interessi" degli azionisti e partecipazione "differenziata" ai processi decisionali (considerazioni sul c.d.* whitewash *nelle società aperte)*, in *Riv. dir. soc.*, 2015, I, p. 94, segnala un riequilibrio del potere decisionale a favore delle minoranze quale conseguenza «[della] previsione di vari casi di "sterilizzazione" o di "depotenziamento" del diritto di voto inerente alle azioni dei soci di maggioranza o interessati (c.d. *whitewash*)».

985 M. CAMPOBASSO, *La tutela delle minoranze nelle società*, cit., p. 151.

986 Così L. CALVOSA, Say-on-climate, cit., p. 1079.

987 Così A. GUACCERO, *L'attivismo azionario*, cit., p. 422, il quale rileva un potenziamento del ruolo attribuito all'autonomia statutaria e, quindi, all'intervento assembleare nell'esercizio delle corrispondenti prerogative di realizzazione del concreto modello di società per azioni prescelto.

988 *Supra*, in questo capitolo, § 1.

989 L. CALVOSA, Say-on-climate, cit., p. 1079.

990 M. LIBERTINI, *Scelte fondamentali*, cit., p. 222, nt. 58.

991 P. ABBADESSA, A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea*, cit., p. 306, nt. 96, i quali individuano quale obbligo degli amministratori quello di convocare l'assemblea per informare delle iniziative che si intendono assumere, sulle quali sono chiamati a pronunciarsi i soci. Diversamente orientato sul punto, per la insussistenza di doveri informativi in capo agli amministratori, F. PASQUARIELLO, *sub* artt. 2364-2366, A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società, Commento sistematico al D. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 aggiornato al D. lgs. 28 dicembre 2004, n. 310*, Padova, Cedam, 2005, p. 446.

992 Sulla rilevanza della diffusione di informazioni, anche di carattere non finanziario, al fine di correttamente gestire la transizione verso un'economia globale sostenibile, «coniugando redditività a lungo termine, giustizia sociale e protezione dell'ambiente» v. *supra*, cap. I, sez. I, ove più ampi riferimenti.

«futuribile» dell'investimento, con particolare riguardo alle linee strategiche della gestione e alla possibile evoluzione dell'attività sociale[993].

La differenziata composizione degli investitori e dei rispettivi molteplici interessi, unitamente alla distanza che connota il rapporto tra la base sociale e l'organo amministrativo, rendono opportuno, allora, un confronto tra le parti, diretto a «cristallizzare» punti di contatto tra la gestione di esclusiva competenza del *board* e le preferenze degli azionisti su singolari profili dell'investimento[994], che consenta, altresì, «di sviluppare tempestivamente una sensibilità rispetto alla definizione degli obiettivi strategici ambientali e sociali e prevenire auspicabilmente l'esacerbarsi del conflitto in sede assembleare»[995].

Nello scenario proposto, la deliberazione consultiva mostra di discostarsi dagli ulteriori «casi» di intervento assembleare sulla gestione dell'impresa sociale: *(i)* dall'ipotesi in cui la deliberazione assuma carattere di «decisione» in senso tecnico; *(ii)* dall'eventualità in cui la deliberazione assembleare prenda le forme di una «approvazione»; *(iii)* dalla circostanza in cui l'intervento assembleare si connoti in chiave di «autorizzazione» all'atto di gestione[996]. L'entità giuridica del «tipo» non si rinviene, allora, nella imposizione di un limite esterno a scelte ormai perfezionate, rispetto alle quali è necessaria una preventiva approvazione ovvero una autorizzazione, funzionale alla rimozione di un vincolo impeditivo all'esercizio di una data attività, «quanto piuttosto nel concorrere a conferire forza legittimante al processo di formazione della volontà del consiglio di amministrazione»[997]. Pur in assenza di un'efficacia vincolante, l'esercizio della *voice* conferisce agli azionisti, verosimilmente anche di minoranza, la possibilità di influenzare le decisioni del *board* «in corso d'opera» e, cioè, prima che l'azione amministrativa sia stata definitivamente conclusa; priva di rilievo determinante appare, invero, l'attesa dell'andamento (negativo) dei risultati di gestione[998].

Il voto consultivo - «*alternative voting model*»[999] - si rivela, così, un valido strumento di «dissenso», efficacemente correlato all'*engagement* degli investitori istituzionali, derivante da una partecipazione propositiva all'adunanza, in quanto non rende meno efficace il «segnale» inviato dagli azionisti al *board*[1000]; analogamente al giudizio (sociale) espresso

---

993 G. GUIZZI, *Gli azionisti*, cit., p. 12; M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria*, cit., p. 992.

994 L. CALVOSA, Say-on-climate, cit., p. 1078, nt. 13.

995 Relazione 2021 sull'evoluzione della *corporate governance* delle società quotate (9° Rapporto sull'applicazione del Codice di Autodisciplina), p. 26, redatta dal Comitato per la *Corporate Governance* e disponibile all'indirizzo *www.borsaitaliana.it*.

996 La classificazione è riconducibile, in termini, a M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari «consultive» nella società per azioni*, in AA.VV., *Società, banche e crisi di impresa*. Liber amicorum *Pietro Abbadessa*, t. I, Milanofiori Assago, Utet, 2014, pp. 819-821.

997 M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari «consultive»*, cit., p. 838.

998 Il coinvolgimento dell'assemblea ha un riflesso diretto sulle politiche di investimento e disinvestimento e la valutazione negativa dell'assise si ripercuote inevitabilmente sul rapporto di mandato che lega gli amministratori alla società: così M. RABITTI, P. SPATOLA, *sub* art. 123-*ter*, cit., p. 1716.

999 M. BELCREDI, S. BOZZI, A. CIAVARELLA, V. NOVEMBRE, *Il meccanismo del* say-on-pay *in un contesto di proprietà concentrata*, in Quaderni di finanza Consob, n. 76/2014, p. 29.

1000 E. CODAZZI, *Il voto degli azionisti*, cit., p. 15.

sulla *remuneration policy* dei gestori[1001], sebbene la delibera non sia vincolante, tale specificità non dispensa l'organo amministrativo da un obbligo di adeguata motivazione di eventuali scostamenti rispetto alle indicazioni trasmesse dai soci[1002]. La «ragionevole» decisione di allontanarsi dall'indirizzo della direttiva assembleare, ancorché consultiva, deve essere giustificata; diversamente, la condotta degli amministratori acquista significato «quale indice di violazione degli obblighi di diligenza o di un conflitto di interessi con la società, trattandosi di materia sensibile»[1003]. In questa cornice, sembra emergere la necessità di un «approccio prudente» del *board* rispetto agli orientamenti espressi circa le politiche ambientali, che gli amministratori possono, quindi, disattendere solo con deliberazione congruamente motivata.

La valutazione della capacità di amministrazione si basa, invero, sulla abilità di incrementare il valore della partecipazione sociale, «il che non è affatto rigidamente correlato agli utili prodotti ed ai dividendi distribuiti»[1004]; permane, dunque, la responsabilità dei gestori nella definizione e susseguente attuazione delle *policies*, con effetti significativi sull'assetto complessivo della *governance*[1005]. L'eventuale espressione di un parere negativo assume, altresì, rilevanza sul piano reputazionale, effetto acuito dalla richiamata previsione contenuta all'art. 123-*ter*, comma 6, t.u.f.[1006], secondo cui «[l]'esito della votazione è posto a disposizione del pubblico» sul sito internet della società; siffatta circostanza se, per un verso, sembra implicitamente indurre il *board* ad adeguarsi alle risultanze della pronuncia assembleare, per altro verso, pare ripercuotersi finanche sulla ripartizione di competenze tra organo assembleare e organo amministrativo, se non altro in termini di «cooperazione» tra amministratori e azionisti, ma non anche di tensione con la scelta (normativa) di competenza gestoria esclusiva[1007].

3.1. (*segue*) La competenza gestoria del *board* e il rapporto di «continenza» tra deliberazione assembleare vincolante e non vincolante.

La previsione di una deliberazione puramente consultiva consente di ritagliare un'area di intervento assembleare con riguardo a particolari operazioni che - come chiarito[1008], pur rientrando astrattamente nella competenza gestoria degli amministratori (impattando sulla struttura organizzativa dell'impresa e sulle prerogative sociali in ragione anche del peso economico posseduto) - non si allontanano significativamente dalle materie di competenza dell'assemblea[1009]. Sembra «doverosa», in tal senso, per gli amministratori, la devoluzione della decisione

---

1001 *Supra*, in questo capitolo, § 2.1.

1002 M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari «consultive»*, cit., pp. 836-837.

1003 S. BRUNO, F. BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedure, risultati, prospettive*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 1283.

1004 B. LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, cit., p. 344.

1005 Così P. MARCHETTI, *Sull'attuazione del Codice di* Corporate Governance, in *Riv. soc.*, 2021, p. 1417.

1006 *Supra*, in questo capitolo, § 2.1.

1007 Sul coinvolgimento dell'organo deliberativo nella definizione dell'atto amministrativo v. *supra*, cap. II, sez. II, § 4.

1008 *Supra*, in questo capitolo, § 3.

1009 G.B. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio*, cit., p. 30.

all'assemblea «quando si tratti di operazioni destinate ad incidere in modo grave sui diritti e gli interessi connessi alla partecipazione sociale»[1010], anche al fine di (ri)equilibrare la posizione dei soci di minoranza, pregiudicata da un ampliamento normativo delle attribuzioni della maggioranza e dalla sostanziale legittimazione di comportamenti «intrinsecamente lesivi delle regole organizzative»[1011]. Ciononostante, il *say on climate*, configurandosi alla stregua di un mero parere non vincolante, non sembra poter esercitare un condizionamento a carico dell'organo amministrativo, tale da interferire sulla competenza esclusiva degli amministratori all'adozione, pur sempre discrezionale, delle decisioni di gestione dell'impresa; l'esecuzione dell'operazione societaria resta di dominio dei gestori, ferma restando, comunque, la necessità di motivare un eventuale scostamento dal voto consultivo, siccome la divisione dei poteri - esecutivo e deliberativo - rafforza, ma, al contempo, responsabilizza l'organo amministrativo[1012].

Risulta opportuno, per quanto qui di interesse, il richiamo a un rapporto di «continenza» sussistente tra l'autorizzazione - non si tratta, beninteso, di una deliberazione a contenuto decisorio - prevista dall'art. 2364, comma 1, n. 5, c.c. e una deliberazione di orientamento o, meglio ancóra, propriamente consultiva, dell'assemblea. Le fattispecie risultano evidentemente accomunate dalla estraneità degli azionisti alla «fase genetica» del procedimento deliberativo[1013]: agli amministratori è affidata, invero, non solo la valutazione della sussistenza dei presupposti per la conclusione di un affare sociale, sebbene assoggettata alla previa autorizzazione assembleare, ma, altresì, la scelta relativa alla condivisione o meno con la base sociale dell'orientamento complessivo della società in materia ambientale[1014]. L'autorizzazione circoscrive, dunque, l'intervento del consesso alla rimozione di un limite al potere gestorio degli amministratori, essendo preclusa ai soci la possibilità di individuare «[i]l concreto atto di gestione da porre in essere, potendo […] soltanto approvare o respingere la proposta avanzata in proposito dagli amministratori»; peraltro, nonostante l'autorizzazione, gli amministratori godono di ampio spazio di manovra, nel senso di poter autonomamente decidere di «soprassedere al compimento dell'atto di gestione su cui si è pronunziata l'assemblea»[1015].

La deliberazione favorevole si risolve nella «rimozione dell'impedimento» al compimento di un dato atto, ma non si evolve anche in un vincolo all'esecuzione

---

[1010] V. CALANDRA BUONAURA, *I modelli di amministrazione*, cit., p. 540, nt. 1, solleva la questione (problematica) circa l'esistenza di scelte gestionali che, pur mantenendosi all'interno dell'oggetto sociale, incidono in modo così profondo sull'interesse dei soci da far apparire ingiustificata l'esclusione di questi dal processo decisionale.

[1011] Così A. BARTALENA, *Le competenze dell'assemblea*, in *Società*, 2005, p. 1094, il quale mette in luce come lo spostamento di competenze dall'assemblea agli amministratori sottragga numerose decisioni al confronto con i soci di minoranza, privando questi ultimi non solo della possibilità di partecipare al momento deliberativo ed alla discussione che lo precede, ma anche del potere di reagire avverso decisioni illegittime.

[1012] *Supra*, in questo capitolo, § 3.

[1013] Così L. CALVOSA, Say-on-climate, cit., p. 1081.

[1014] F. CORSI, *Il concetto di amministrazione*, cit., p. 278, esclude, in tal senso, «la possibilità che sia autorizzato un atto diverso da quello proposto».

[1015] A. BARTALENA, *Le competenze*, cit., p. 1097.

dell'attività approvata[1016]; diversa è, invece, la circostanza in cui sia stata negata l'autorizzazione, che impone al *board* di astenersi dal porre in essere l'azione oggetto di dissenso assembleare. La carenza di un potere dell'adunanza di vincolare «in positivo» gli amministratori emerge, ancóra, in entrambe le deliberazioni - vincolante e non vincolante - considerate[1017]: l'art. 2364, comma 1, n. 5, c.c., non comprime la libertà dei gestori di (ri)esaminare i profili di convenienza economica dell'operazione autorizzata, aggiornati al momento di effettivo compimento dell'atto, ed eventualmente rinunciare alla conclusione dell'affare; e la stessa opportunità di riconsiderare - *rectius*, la maggiore estensione del «potere-dovere di rifiuto» degli amministratori[1018] - e, all'occorrenza, rimodulare i piani strategici della *governance* non può certo escludersi tanto più a fronte di una deliberazione assembleare consultiva in ordine alle politiche ambientali da attuare[1019].

L'aspetto forse maggiormente delicato concerne, dunque, la posizione degli amministratori nel caso in cui i soci non approvino il piano sottoposto a votazione.

L'elemento che contraddistingue l'autorizzazione assembleare si rinviene, come anticipato, nella capacità di vincolare in negativo gli amministratori, in quanto l'assenza e/o il diniego di autorizzazione impediscono il legittimo compimento dell'atto[1020], ponendo un ostacolo a carico dell'organo gestorio, che può essere efficacemente rimosso esclusivamente attraverso una nuova pronuncia dell'assise, di segno opposto (positivo) rispetto alla precedente (negativo). Diversamente dall'autorizzazione, il voto consultivo - contrario alla proposta programmatica sottoposta al vaglio del consesso - non sembra, invece, determinare un impedimento della stessa portata: a rigore, il parere espresso dall'organo assembleare non può certo paralizzare singole operazioni «che costituiscano articolazione, attuazione o sviluppo della strategia non condivisa dagli azionisti»[1021]; tuttavia, l'opinione espressa non risulta priva di qualsivoglia profilo effettuale, essendo in grado di orientare l'operato dell'organo amministrativo, nonché di stimolare una revisione della strategia[1022]. Nella prospettiva appena delineata, sembra

---

[1016] V. DONATIVI, *Percorsi di diritto commerciale*, cit., p. 250.

[1017] L. CALVOSA, Say-on-climate, cit., p. 1081.

[1018] P. ABBADESSA, A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea*, cit., p. 294.

[1019] «Pur in assenza di un esplicito riconoscimento legislativo, non può dubitarsi dell'esistenza di un dovere degli amministratori di dare esecuzione alle deliberazioni assembleari cui si accompagna il potere decisionale in ordine alla scelta delle modalità più opportune per attuare la volontà dei soci. Si tratta, inoltre, di una competenza esclusiva e non derogabile che trova la sua fonte nella disciplina che regola la responsabilità degli amministratori che impone loro di rendersi garanti del rispetto delle regole di corretta gestione della società dettate a tutela dei terzi, anche quando il potere deliberativo spetti all'assemblea. Con la conseguenza che, nell'esercizio della funzione esecutiva, gli amministratori sono chiamati ad operare un sindacato di legittimità sulle deliberazioni dei soci potendo rifiutarne l'esecuzione quando la deliberazione sia invalida o quando sia lesiva delle regole di corretta gestione e dalla sua attuazione possano derivare sanzioni civili o penali a loro carico»: V. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società*, cit., p. 10.

[1020] V. DONATIVI, *Percorsi di diritto commerciale*, cit., p. 250

[1021] L. CALVOSA, Say-on-climate, cit., p. 1082.

[1022] Le osservazioni proposte inducono a ritenere sussistente, malgrado la opinabilità della questione, la possibilità di aggredire la deliberazione non vincolante con le azioni «invalidatorie» di cui all'art. 2377 cc e all'art. 2379 c.c., per la persistente natura di «delibera» della pronuncia consultiva. Peraltro, dinanzi alla «marcata incidenza fattuale» che contraddistingue le opinioni consultive, appare difficile confutare l'esistenza di un interesse giuridicamente meritevole di tutela dei soci di minoranza e, specularmente,

attenuarsi finanche la portata della distinzione tra deliberazione vincolante e deliberazione non vincolante. Il voto consultivo sfavorevole risulta, dunque, al pari di una dichiarazione di sfiducia, lesivo del «*pactum fiduciae*», così elidendo l'affidamento inizialmente riposto sulle attitudini e le capacità dell'organo di gestione; tale considerazione induce a rilevare l'esistenza di una giusta causa di revoca, quale strumento di reazione a possibili effetti distorsivi della gestione, ove la rottura del vincolo fiduciario può essere desunta dal dissenso manifestato rispetto alla politica societaria predisposta[1023].

Un punto di contatto tra le due diverse ipotesi di dissenso sembra, allora, potersi individuare nelle dinamiche di *governance*, in virtù delle quali il contrasto che investe gli interessi oggetto di discussione si ripercuote inevitabilmente sulla struttura, complessivamente considerata, dell'ente: il diniego - vincolante o non vincolante - manifestato dai soci induce tendenzialmente alla prosecuzione della dialettica con i soci da parte degli amministratori, al fine di addivenire a una sintesi tra esigenze contrapposte[1024].

Il voto consultivo sulle politiche *environmental*, *social and governance* non pare destinato ad alterare la conformazione di un assetto di poteri in cui la gestione dell'impresa resta una prerogativa esclusiva dell'organo amministrativo[1025]: il *say on climate* non legittima una ingerenza dei soci-investitori nella esecuzione di operazioni strategiche e nemmanco nella predisposizione dei piani industriali e finanziari della società, anche qualora le attività *de quibus* vengano «rappresentat[e] all'assemblea in funzione dell'esercizio del voto sulle politiche ambientali»[1026]. Il consesso, però, conservando il ruolo di «decisore di ultima istanza»[1027], consente ai soci di influenzare, di fatto, la gestione, pur non rappresentando un modo per legittimare surrettiziamente deviazioni da un paradigma imprenditoriale *profit oriented*.

4. L'assenza di una sovrapposizione tra il *say on climate* e il dialogo extra-assembleare.

L'operatività del meccanismo del *say on climate* dipende, come chiarito[1028], dalla propensione dei soci-investitori all'esercizio attivo dei propri diritti partecipativi, laddove la carenza di tale imprescindibile presupposto sembra privare la delibera di effettività. Il voto consultivo provoca, dunque, una alterazione del rapporto tra soci e

---

degli amministratori alla rimozione delle conseguenze - «anzitutto, ma non solo, reputazionali» - di quella incidenza: M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari "consultive"*, cit., p. 158.

[1023] M. RABITTI, P. SPATOLA, *sub* art. 123-*ter*, cit., p. 1716.

[1024] Sul punto cfr. N. MICHIELI, *Il ruolo dei soci nelle procedure di composizione della crisi e dell'insolvenza*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 866, ancorché con riferimento a una diversa fattispecie, la quale non esclude l'opportunità che gli amministratori possano dimettersi dalla carica ricoperta nell'ipotesi in cui non si raggiunga un contatto tra le diverse esigenze, «anche in considerazione del fatto che nei rapporti con i terzi essi rimarranno sempre responsabili (ed esclusivi responsabili nelle s.p.a.)».

[1025] *Supra*, cap. II, sez. I, § 4.

[1026] L. CALVOSA, Say-on-climate, cit., p. 1082.

[1027] M. LIBERTINI, *Scelte fondamentali*, cit., p. 221.

[1028] *Supra*, in questo capitolo, § 3.

amministratori in relazione a talune scelte, anticipandone il momento di valutazione: il carattere preventivo accordato alla delibera induce gli amministratori, da un lato, a individuare soluzioni potenzialmente in linea con il consenso dei soci e, dall'altro, a evitare l'assunzione di decisioni sensibilmente distanti dalle preferenze della base azionaria.

La previsione che concede ai soci la facoltà di esprimere in sede assembleare un indirizzo nella elaborazione di una politica societaria attenta a questioni ambientali, sociali e di governo sembra coerente con la più generale tendenza legislativa volta a un maggior coinvolgimento degli azionisti nella struttura organizzativa degli emittenti: lo *shareholder engagement* concerne, invero, l'opportunità di assegnare un certo rilievo al volere di soggetti - «interessati a usare la propria influenza per minimizzare i rischi connessi a specifici assetti di *corporate governance*»[1029] - diversi rispetto a coloro che sono istituzionalmente deputati alla gestione, disponendo delle informazioni prodromiche a un corretto esercizio della funzione, nonché chiamati a rispondere dei risultati e per le conseguenze dell'attività espletata. La percezione di un parziale trasferimento del controllo verso i soci-investitori induce la società a porsi in linea con le *best practice* in tema di tutela delle istanze ambientali e sociali: il voto consultivo consente di trasmettere al *board* un segnale, «tanto più forte quanto maggiormente polarizzato è il risultato del voto»[1030]; il peso di tale indicazione è corroborato da puntuali prescrizioni in tema di trasparenza[1031], tali da rendere nota al mercato la sussistenza di un eventuale dissenso in seno al consesso dei soci relativamente alla predisposizione di contenuti ulteriori e non-finanziari.

L'imperativo, pertinente al rapporto dell'impresa con il mercato finanziario, di disporre tempestivamente a favore del pubblico i risultati della deliberazione consultiva, conferma la rilevanza dello scambio informativo: la valutazione consequenziale maturata in sede assembleare acquista significato non solo per i soci-investitori attuali - detentori di una maggiore consapevolezza circa un eventuale disinvestimento - ma, altresì, per i soci-investitori potenzialmente attratti dalla società.

La possibilità indotta, per gli amministratori, di perseguire finalità estranee rispetto alla sola massimizzazione del profitto estende il raggio d'azione del *board* e, dunque, i confini delle operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale. L'assegnazione ai *managers* di cómpiti che esulano dalla tradizionale attività di gestione implica, quale conseguenza o, più correttamente, quale premessa essenziale, una inevitabile attività di coordinazione con la base azionaria: la discrezionalità che connota la gestione, segnatamente orientata al successo sostenibile, deve raggiungere un equilibrio sostanziale con le scelte poste in essere dagli investitori, le cui istanze sembrano configurare i criteri su cui parametrare i risultati della *governance*.

La prospettiva condivisa, concernente una peculiare forma di partecipazione, pur nella diversità di posizioni, nella determinazione degli interessi da perseguire, tra

---

[1029] I. CAPELLI, *La sostenibilità ambientale*, cit., p. 579, nt. 65.
[1030] I. CAPELLI, *La sostenibilità ambientale*, cit., p. 580-581.
[1031] Il riferimento è alla previsione contenuta all'art. 123-*ter*, comma 6, t.u.f.

amministratori e soci, suggerisce di muovere una ulteriore considerazione in punto di collocazione dell'*advisory vote* nel dialogo tra soci e organo gestorio.

Il voto consultivo assume una funzione prevalentemente divulgativa, di «conoscenza» delle linee programmatiche prefigurate dall'organo amministrativo e avallate dalla maggioranza della compagine sociale, in un momento che precede la pubblicazione sul mercato[1032]. La caratteristica *de qua* pare evocativa, *ictu oculi*, di una sovrapposizione tra la delibera non vincolante e il *monitoring* dei soci-investitori esternato in un dialogo extra-assembleare e, dunque, prima della - e fuori dalla - adunanza, inteso quale momento di dibattito, nonché quale forma di interazione per esercitare un'influenza sul *management* nello sviluppo sostenibile dell'impresa[1033].

La deliberazione consultiva, a una prima analisi, sembrerebbe caratterizzarsi quale strumento sacrificabile in luogo di una maggiore flessibilità, anche temporale, della interlocuzione extra-assembleare, così da eludere «un irreversibile attentato agli obiettivi di celerità e tempestività delle decisioni […] che […] contraddistinguono il modello corporativo»[1034].

La ragione di una potenziale mancata devoluzione alla cognizione assembleare del confronto su temi connessi alla *governance* sostenibile e, dunque, la scelta di evitare «quella virtuosa occasione di confronto dialettico che può indurre i soggetti coinvolti a individuare soluzioni preferibili, a fornire chiarimenti di generale utilità, a modificare costruttivamente le proprie posizioni e individuare compromessi tra posizioni divergenti»[1035] sembra, inoltre, potersi rinvenire in alcuni significativi dati empirici: la considerevole partecipazione sociale, in particolare la presenza di soci-istituzionali, unitamente alla tendenza di esprimere una data preferenza in una fase antecedente al consesso, sovente sulla base delle indicazioni fornite dai *proxy advisors*[1036] (manifestazione che solo astrattamente si presta a mutamenti e/o condizionamenti alla luce della successiva discussione assembleare)[1037].

La preferenza presumibilmente accordata dai soci al confronto deformalizzato sembra essere avvalorata, altresì, dalla peculiare materia oggetto di discussione, che esula dal «catalogo» delle competenze assembleari tipizzato dall'art. 2364 c.c.[1038].

1032 A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Voto assembleare*, cit., p. 863.

1033 *Supra*, cap. II, sez. II, ove più ampi riferimenti.

1034 M. MAUGERI, *Considerazioni*, cit., p. 363.

1035 C. MARCHETTI, M. VENTORUZZO, *Note sulle assemblee*, cit., p. 822.

1036 *Supra*, cap. I, sez. I, § 3.2.

1037 C. MARCHETTI, M. VENTORUZZO, *Note sulle assemblee*, cit., p. 822. M. BIANCHI, M. MILIČ, *Le politiche di* engagement, cit., p. 1327, osservano come «l'evidenza empirica sembra mostrare che le prassi di *engagement* presuppongano una tolleranza per un certo grado di asimmetria informativa di cui beneficerebbero gli investitori che si impegnano in tale attività, i cui vantaggi individuali dovrebbero essere compensati, in una visione più elastica del concetto di parità informativa, dai benefici sistemici che ne deriverebbero, individuabili nel perseguimento da parte degli investitori di obiettivi di interesse collettivo, […] di carattere direttamente "politico", come la lotta al cambiamento climatico e alle disuguaglianze sociali, o[vvero] obiettivi di carattere economico, come la riduzione del rischio sistemico del mercato azionario».

1038 M. MAUGERI, *Considerazioni*, cit., p. 341. Il *numerus clausus*, tuttavia, sembra, al contempo, indirettamente favorire il ricorso alla delibera assembleare avente ad oggetto la strategia climatica predisposta dagli amministratori: non vi è ragione per dubitare che il voto consultivo esuli rispetto alle

Nel panorama evidenziato, meritevole di attenzione appare, ancóra, un ulteriore dirimente elemento, concernente la «normale diversificazione» che tradizionalmente connota gli investimenti: il socio-investitore potrebbe detenere partecipazioni di differente entità in società concorrenti, potenzialmente in conflitto, ragion per cui «il suo interesse nell'una sia più forte di quello che egli ha alla valorizzazione dell'altra [circostanza che] dovrebbe portarlo a sacrificare l'interesse di quest'ultima»[1039], così depotenziando la funzione di *monitoring* sulla gestione. Lo scenario proposto, invero non infrequente nella prassi, configura una discrasia tra le esigenze protette dal diritto dei mercati finanziari e gli interessi tutelati dal diritto societario[1040], da cui discende l'imperativo di disincentivare l'impegno degli investitori in forme giuridicamente asimmetriche; sicché, la soluzione alla questione controversa circa i rapporti tra forme di attivismo dentro e fuori la sede assembleare sembra potersi rinvenire nella imprescindibilità dell'evento collegiale, rivelandosi inadeguato per una effettiva transizione verso una *corporate governance* sostenibile l'esclusivo affidamento al confronto extra-assembleare[1041].

Il fondamento causale del fenomeno consultivo e, dunque, il primato della deliberazione, ancorché non vincolante, sembra rintracciarsi, allora, nella necessaria manifestazione dell'attivismo dei soci-investitori istituzionali non esclusivamente in occasione di incontri riservati con gli emittenti, siccome connaturato alla scelta di una «assemblea a porte chiuse» è il rischio, anziché di agevolare la partecipazione delle minoranze, «[di] rafforzare il peso degli amministratori e del gruppo di comando»[1042]. Il voto consultivo, avvalendosi «[del]le moderne tecnologie dell'informazione e della comunicazione» sembra, altresì, contrastare «la naturale resistenza dei gruppi di comando all'introduzione di tecniche di espressione del voto, che [al contrario] potrebbero favorire la coagulazione delle minoranze attorno ad una proposta ostile agli amministratori o agli azionisti strategici»[1043].

Ampliando il raggio di osservazione, e adottando un approccio maggiormente pragmatico, il meccanismo deliberativo (consultivo) sembra intensificare, in favore dell'assemblea, una preminente funzione informativa tesa a evitare «uno stillicidio continuo di contatti» riconducibile allo svolgimento di incontri preventivi, che sfociano in una interlocuzione deformalizzata tra soci-investitori e *managers*[1044], la quale difetta,

---

materie di cui all'art. 2364 c.c.; diversamente, qualora rientrasse nel «catalogo» tipizzato rispetto al quale l'assemblea è chiamata a pronunciarsi, risulterebbe superfluo rilasciare un parere formalizzato.

Tale circostanza giustifica, allora, il ricorso al voto consultivo esclusivamente su materie che non sono già di competenza dell'organo collegiale. Diversamente orientato, in merito all'assunzione di qualsivoglia tipologia di delibera in materia gestionale, anche «nella forma di semplice "*precatory resolution*" non vincolante», è V. CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e* corporate governance, in *Giur. comm.*, 2009, I, p. 874, il quale osserva, al riguardo, che «la modifica dell'art. 2364 c.c. introdotta dalla riforma del 2003, parrebbe impedir[ne] l'adozione».

1039 R. COSTI, *Risparmio gestito*, cit., p. 323.

1040 R. SACCHI, *La capacità propulsiva*, cit., p. 586.

1041 *Supra*, in questo capitolo, § 1.

1042 G. BALP, *« Competitività dei capitali » e procedimento assembleare nelle società con azioni quotate*, in *Riv. soc.*, 2024, p. 778.

1043 M. CIAN, *Intervento e voto in assemblea*, cit., p. 425.

1044 P. MARCHETTI, *Il bicchiere mezzo pieno*, cit., p. 346.

peraltro, di uno statuto sufficientemente delineato; una crescente apertura dell'assise ai profili *environmental*, *social and governance*, «si lascia apprezzare positivamente» in ragione dell'attitudine di canalizzare nella sede istituzionale - «e in regime di *disclosure* paritaria» - temi di rilevanza strategica per il successo sostenibile dell'impresa[1045].

L'assemblea si mostra, in tale prospettiva, non quale struttura per la produzione di «valori finali», bensì quale sistema in grado «di veicolare informazioni, di creare occasioni di contatto [istituzionalizzato] e di mediazione tra azionisti e *board*»[1046], nonché di accorpare le composite preferenze degli investitori trasferendone gli esiti all'organo amministrativo, così da orientare le scelte di governo complessivo dell'impresa[1047]: «[u]na funzione, questa, la quale appare […] coerente con la natura originaria dell'ufficio assembleare, in quanto rappresentativo del consesso di soggetti al cui interesse si indirizza l'intera operazione societaria»[1048].

La deliberazione assembleare ha, dunque, quale effetto quello di perfezionare il relativo procedimento, imputando la decisione alla società. Diviene, allora, indispensabile accertare la legittimità di un diritto di voto consultivo in assenza di una regolamentazione di settore[1049].

5. L'opportunità di uno spazio per la configurazione di un diritto di voto consultivo. Note conclusive.

La formulazione necessaria di un parere formale, reso all'esito di un dialogo strutturato tra la base sociale e i gestori sulla pianificazione della transizione climatica, si attesta con maggiore chiarezza sotto un profilo di ordine strettamente tecnico-giuridico, tenuto conto dello iato normativo *in subiecta materia*, nonostante i recenti interventi legislativi aventi ad oggetto un fenomeno, quello del *say on pay*, non così distante, per certi aspetti, dal *say on climate*. L'assenza di una regolamentazione di settore alimenta un alone di incertezza con particolare riguardo alla configurazione di un diritto dei soci al voto consultivo e alle conseguenze del parere espresso, sebbene non vincolante: se il consenso manifestato in sede assembleare non sembra destare particolari problemi, maggiore complessità cela un eventuale dissenso comunicato nel corso della riunione rispetto alle scelte di *sustainable corporate governance*, in quanto «la deliberazione è strumento di comunicazione agli investitori - e di condivisione con il mercato - di uno specifico profilo non finanziario della pianificazione strategica dell'emittente»[1050]. Sul piano societario, è innegabile il valore orientativo di un voto non vincolante.

[1045] L. CALVOSA, Say-on-climate, cit., p. 1080.

[1046] L. CALVOSA, Say-on-climate, cit., p. 1080.

[1047] *Supra*, cap. II, sez. II, § 4.1.

[1048] M. MAUGERI, *Considerazioni*, cit., p. 419, il quale condivide l'osservazione secondo cui l'assemblea costituirebbe l'unico organo veramente autonomo della società per azioni.

[1049] Il voto vincolante sulla strategia climatica richiederebbe un intervento normativo *ad hoc*; diversamente opinando, una ipotetica introduzione/previsione statutaria configurerebbe una eccezionale deroga al principio di esclusività del potere gestorio di cui all'art. 2380-*bis* c.c.

[1050] L. CALVOSA, Say-on-climate, cit., p. 1081.

L'esito negativo del «passaggio assembleare», al pari delle altre situazioni normativamente contemplate e, dunque, regolamentate[1051], sembra tradursi, in ogni caso, in una determinazione che, «ancorché inidonea a individuare in concreto l'atto gestorio da porre in essere e quindi a imporne il compimento»[1052], implica pur sempre una ponderata analisi delle conseguenze derivanti dal compimento dell'operazione[1053] - verosimile è il mancato compimento di un atto rispetto al quale sia stato espresso diniego - la cui inosservanza espone gli amministratori, come anticipato, alla attivazione dei rimedi previsti in caso di violazione degli obblighi inerenti all'esercizio dell'ufficio[1054].

Il dato normativo, ancorché sfuggente, magmatico e, non di rado, contraddittorio, incoraggia il ruolo informativo e la funzione di orientamento dell'assemblea in ordine al profilo del successo sostenibile e alle politiche ambientali adottate dall'organo amministrativo[1055]: l'assemblea (ri)acquista una posizione di primazia quale momento fondamentale del confronto societario, nonché «occasione di informazione»[1056] su un piano rigorosamente egualitario, in cui il diritto di informare e di essere informati assumono un «valore assoluto»[1057] e la parità di trattamento individua il proprio campo di applicazione in sede di esecuzione della relazione sociale quale limite alle pretese della maggioranza e, specularmente, quale forma di tutela per la minoranza[1058].

L'attenzione verso rischi ambientali e sociali, oltre che di governo, è ormai riconosciuta quale componente strutturale imprescindibile o, più precisamente, come realtà intrinseca alla *governance* in quanto manifestazione dell'agire dell'architettura corporativa[1059]. Nell'attuale quadro ordinamentale in cui la tensione tra valore economico e valore sostenibile diviene *mainstream*, accanto all'ipotesi in cui sia l'organo amministrativo ad assumere l'iniziativa di radunare i soci in sede assembleare così da favorire l'esercizio del voto consultivo sulle strategie climatiche predisposte dall'emittente, merita attenzione, allora, in assenza di uno spazio di specifico diritto, vagliare la possibilità, nelle ipotesi in cui manchi uno slancio del *board* in tal senso, di attribuire direttamente alla compagine sociale un siffatto potere.

1051 Il riferimento è, tra gli altri: *(i)* alla disciplina concernente gli acquisti pericolosi (art. 2343-*bis*, comma 1, c.c.); *(ii)* alla disciplina concernente l'acquisto di azioni proprie (artt. 2357, comma 2, c.c.); *(iii)* alla disciplina concernente la disposizione di azioni proprie (2357-*ter*, comma 1, c.c.); *(iv)* alla disciplina concernente l'acquisto di azioni della società controllante (art. 2359-*bis*, comma 2, c.c.); *(v)* alla disciplina concernente l'eventualità dell'esercizio, da parte degli amministratori, di una attività concorrente con quella della società (art. 2390, comma 1, c.c.).

1052 M. MAUGERI, *Considerazioni*, cit., p. 359.

1053 G.B. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio*, cit., p. 26, discorre di «penetrante ingerenza in senso ostativo al potere gestorio dell'organo amministrativo».

1054 M. MAUGERI, *Considerazioni*, cit., p. 360, nt. 69, richiama, sul punto, «[la] denunzia al collegio sindacale di fatti censurabili, [la] denunzia al tribunale ai sensi dell'art. 2409 c.c., [la] revoca per giusta causa [e la] responsabilità in ipotesi di danno al patrimonio sociale», su cui *supra*, in questo capitolo, § 3.1.

1055 *Supra*, in questo capitolo, § 2.1.

1056 N. ABRIANI, *Il «pungolo gentile»*, cit., p. 47.

1057 C. ANGELICI, *Sul caleidoscopio dell'informazione*, cit., p. 314.

1058 *Supra*, cap. II, sez. I, § 2.

1059 *Supra*, cap. I, sez. I, § 1.

L'indagine empirica allontana la questione da una analisi «puramente teoric[a]»[1060]: la prassi conosce significativi episodi di deliberazione consultiva circa le strategie ambientali elaborate dagli amministratori, che connotano il programma imprenditoriale nel medio e lungo temine[1061], circostanza che sembra qualificare il *say on climate* quale «strumento di raccordo» tra la società e il mercato[1062].

Non pare inconferente, nel contesto regolamentare attenzionato, richiamare la previsione contenuta all'art. 2367, comma 3, c.c., secondo cui «[l]a convocazione su richiesta di soci non è ammessa per argomenti sui quali l'assemblea delibera, a norma di legge, su proposta degli amministratori o sulla base di un progetto o di una relazione da essi predisposta»[1063]. La disposizione testé citata, non a caso, configura «un tassello assai importante per delineare il sistema delle relazioni tra l'assemblea e l'organo gestorio» e mira a «evitare che la richiesta di convocazione diventi uno strumento attraverso cui i soci possano invadere il campo delle competenze degli amministratori ovvero limitarne l'autonomia»[1064]. Senonché, non pare potersi condividere *tout court* l'assunto che ricollega alla disciplina suindicata «la improcedibilità finanche di una richiesta avanzata dai soci per la convocazione di un'assemblea […] finalizzata a una discussione - anche soltanto a scopi consultivi - di profili che cadano al di fuori del perimetro delle competenze assembleari»[1065]; né pare potersi equiparare, al solo fine di corroborare tale posizione e di individuare una potenziale assonanza, la funzione

---

[1060] L. CALVOSA, Say-on-climate, cit., p. 1075. P. MARCHETTI, *Sull'attuazione*, cit., p. 1417, mette in luce la forte pressione (già) emersa dal Rapporto del Comitato per la *Corporate Governance* per l'adozione di una politica di «*say on climate*», proveniente «dalla convergenza di investitori istituzionali particolarmente impegnati sul tema delle emissioni e della transizione verde, da un lato, e di organizzazioni rappresentative di interessi diffusi, dall'altro», segnalando, altresì, «un riconoscimento del carattere strategico delle politiche ambientali e dunque della responsabilità del consiglio di amministrazione nella loro definizione».

[1061] Nella stagione assembleare 2022 un gruppo, ancorché ristretto, di 33 società in àmbito internazionale sottopone al voto consultivo un apposito punto all'ordine del giorno per presentare agli azionisti la strategia sul *climate change*, contestualmente approvata con percentuali superiori all'80%; in Europa, il fenomeno interessa 23 società. In tema cfr. ASSONIME, *Il ruolo dell'assemblea*, cit., pp. 15-16. La tendenza favorevole alla introduzione del *say on climate* assembleare vede l'adesione in Italia soltanto di Atlantia S.p.A., che, nell'adunanza del 29 aprile 2022, approva in sede assembleare il *Climate Action Plan*, sottoposto al voto consultivo dei soci, con il voto favorevole del 98,22%. In tema P. MARCHETTI, *Il pimo caso italiano di* "say on climate", in *Riv. soc.*, 2022, pp. 648-649. L'evoluzione del fenomeno è descritta (anche graficamente) altresì nel *report* redatto da INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES (ISS), *The Rise of Say on Climate Proposals*, 2022, consultabile all'indirizzo *www.isscorporatesolutions.com*, dal quale emerge una progressione dal 2019 al 2022 delle proposte avanzate dagli azionisti legate alla definizione di obiettivi di riduzione delle emissioni di gas serra, al miglioramento della divulgazione delle emissioni, nonché all'adozione di policies volte al contrasto e alla risoluzione dei problemi legati al cambiamento climatico.

[1062] L. CALVOSA, Say-on-climate, cit., p. 1078, osserva che il *say on climate* non concerne la «sensibilità individuale» degli amministratori verso istanze estranee all'interesse sociale, bensì la «sensibilità della società e dei suoi azionisti, e in primo luogo degli azionisti istituzionali», che deve tradursi in un impegno stabile dell'emittente in direzione di determinati obiettivi di impatto ambientale.

[1063] Il principio *de quo* è analogamente disciplinato dall'art. 126-*bis*, comma 3, t.u.f.

[1064] Così G. MUCCIARELLI, *Qualche nota sulla convocazione dell'assemblea su richiesta dei soci, ai sensi dell'art. 2367 c.c.*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti.* Liber discipulorum, Milano, Egea, 2011, p. 481 e p. 490.

[1065] L. CALVOSA, Say-on-climate, cit., p. 1082, discorre, in tal senso, di «[profili] ineludibilmente rimessi alla competenza esclusiva dell'organo amministrativo».

consultiva del parere *de quo* - estremizzandola - all'atto amministrativo reso solo su richiesta dell'autorità procedente e, dunque, a «sollecitazione necessaria»[1066].

La soluzione, particolarmente restrittiva, tralascia di considerare, da un lato, la possibilità di una potenziale *vis attractiva*, in termini di competitività e di valore sul mercato, anche in un'ottica di contrasto alla sterilizzazione del correlato meccanismo concorrenziale, delle tematiche ulteriori proposte alla base di una potenziale legittimazione ad agire; dall'altro lato, omette di verificare la sussistenza della facoltà rimessa al socio-investitore, dinanzi all'inerzia dell'organo amministrativo che ometta di procedere alla convocazione assembleare, di attivare «fondamentali strumenti di iniziativa e di reazione»[1067]. Sembra potersi privilegiare, allora, una interpretazione che - non incrinando il principio di residuale competenza esclusiva[1068] e di responsabilità degli amministratori in ordine alla gestione dell'impresa (d'altronde, come ampiamente chiarito, il nulla osta dell'assise non genera alcun vincolo in positivo al compimento dell'atto giudicato, lasciando gli amministratori liberi di non compiere alcunché nonostante il parere espresso) - prediliga il coinvolgimento dell'assemblea in decisioni complementari, così da consentire alla platea sociale di acquisire informazioni e di manifestare un proprio atteggiamento su determinati aspetti della politica d'impresa; sembra opportuno discostarsi, pur con moderazione, dal precetto contenuto all'art. 2367, comma 3, c.c., e segnatamente da una preclusione incondizionata alla richiesta dei soci di «provocare» una pronuncia assembleare consultiva su «atti degli amministratori» in mancanza di una specifica iniziativa del *board*[1069].

Non si intende certo avvalorare la possibilità o l'idea di favorire una convocazione incontrollata, avente ad oggetto la diffusione di proposte finalizzate alle più disparate problematiche sociali, suscettibile di una evoluzione - o, meglio ancóra, di una involuzione - capace di porre in stallo la *governance* societaria, bensì di incentivare un esercizio proficuo e responsabile del diritto di voto da parte degli azionisti, quale auspicabile strumento di connessione con gli amministratori, in grado, altresì, di incrementare una partecipazione propositiva alla vita della società – «*shareholder proposal*»[1070] - mediante un esercizio costante e maggiormente incisivo di poteri o

---

[1066] L'espressione è riconducibile a F. FRANCHINI, *Il parere nel diritto amministrativo*, Milano, Giuffrè, 1944, p. 28.

[1067] M. MAUGERI, *Considerazioni*, cit., p. 415; S.A. CERRATO, *Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il «sovrano» ha veramente abdicato?*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, p. 147.

[1068] *Supra*, cap. II, sez. II, § 4.1.

[1069] M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari "consultive"*, cit., p. 160.

[1070] Degno di nota, nel quadro proposto, è il richiamo all'*Exchange Act Rule* 14a-8, definita la «pietra miliare» dell'*engagement* tra *shareholders* e *management*. La disposizione attribuisce agli azionisti di minoranza la possibilità di preventivamente comunicare agli amministratori le proprie proposte da inserire nei moduli di raccolta delle deleghe per la successiva assemblea degli azionisti (*shareholder proposals*). L'ammissibilità della richiesta è subordinata ad alcuni requisiti: «identificazione del proponente, possesso di un numero minimo di azioni, partecipazione all'assemblea diretta o a mezzo di rappresentante per illustrare la propria proposta, tempestività della richiesta da avanzare con ragionevole anticipo, […] congruità della materia della proposta, legittimità della stessa, assenza di un interesse personale del proponente, importanza non secondaria della proposta, divieto di ripresentare proposte bocciate a larga maggioranza da precedenti assemblee. […] Il ricorso allo strumento delle *shareholder proposals* ha favorito la diffusione dei fenomeni di attivismo degli azionisti, in particolare da parte di associazioni senza scopo di lucro, centri religiosi, fondi pensione, sindacati e singoli attivisti»: R. PERNA, *Mito e realtà della democrazia*

facoltà connaturate alla posizione dell'azionista. L'organo amministrativo dovrebbe, allora, su richiesta qualificata dei soci-investitori (la cui iniziativa potrebbe tingersi di una rappresentanza esponenziale finanche di azionisti minori, nei limiti suindicati), sottoporre un piano di transizione climatica all'approvazione dell'assemblea generale, con voto consultivo: un simile approccio favorirebbe un incremento dell'apporto conoscitivo delle parti e una sensibilizzazione maggiore nei confronti «[di] obiettivi che le sono in certo modo esterni»[1071], così incentivando l'emittente ad adottare strategie maggiormente condivise e/o condivisibili. L'impostazione proposta intende valorizzare il ruolo dell'informazione societaria, intesa quale elemento nevralgico del processo decisionale degli amministratori, tenuto conto che la «incompletezza informativa» spesso è alla fonte stessa del mercato[1072]. Il consesso diverrebbe, in tal modo, momento di informazione primario, anche in termini di trasparenza sulle linee generali di gestione della società, nonché di dibattito sulle notizie rese e da rendere, conduttore delle aspettative dei beneficiari finali in ordine alle strategie non finanziarie e ai rischi ambientali e sociali.

Nella metamorfosi della *governance* societaria verso il successo sostenibile l'incremento della qualità del dato informativo non finanziario costituisce una inderogabile componente dell'articolato sistema che conduce alla realizzazione degli obiettivi e degli interessi da tutelare, ove la comunicazione assurge, a elemento qualificante della funzione di direzione degli affari sociali, di misurabilità del grado di sostenibilità dell'impresa e di tracciabilità di eventuali profili di responsabilità[1073]. La perdurante residualità della competenza gestoria, anche in materia di sostenibilità, rende, invero, la fase procedurale concernente la trasmissione di dati e notizie un presupposto imprescindibile nel quadro descritto: l'esplicitazione degli orientamenti su questioni peculiari appare essenziale per consentire ai gestori di interiorizzare nella definizione delle strategie di *governance*, entro i confini della discrezionalità amministrativa, le indicazioni eventualmente espresse e/o trasmesse dai soci[1074].

Il nucleo valutativo, dunque, deve contemplare non solo la generica possibilità di quantificare i risultati ottenuti dall'azione del *board* sulla base di criteri non finanziari, ma l'accento deve porsi segnatamente sulle modalità di selezione dei parametri e, in ultima analisi, sulle strategie che consentano di eleggere gli interessi meritevoli di realizzazione, in un contesto connotato da una sempre più intensa sensibilità per i temi ambientali e sociali; da qui la imprescindibilità del *say on climate*.

Se la partecipazione propositiva, come anticipato, resta l'unico potenziale rimedio - o, forse, l'ultimo baluardo - a tutela degli investitori cui non spetta alcun diritto nella gestione societaria, un efficiente sistema di rilevazione e riscontro instaurato in sede assembleare consente di equilibrare la variegata e cospicua realtà societaria, nonché di concretizzare uno dei momenti nodali, quello della trasparenza della gestione

societaria. Il proxy voting *nelle* public companies *statunitensi*, in *Giur. comm.*, 1995, I, p. 552. Sul punto cfr., altresì, A. TUCCI, *Le deleghe di voto nelle* public companies *statunitensi*, in *Dir. comm. internaz.*, 1998, p. 401.

[1071] C. ANGELICI, *Sul caleidoscopio dell'informazione*, cit., p. 314.

[1072] B. LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, cit., p. 352, nt. 67.

[1073] *Supra*, cap. II, sez. I, § 2.

[1074] *Supra*, cap. II, sez. II, § 4.2.

societaria: non solo, cioè, permette di accertare *ex post* la conformità della gestione alle politiche della società poco incline alle preferenze della base azionaria, ma suggerisce, altresì, *ex ante* una visione imprenditoriale preferibile[1075]. Il consesso è inteso, così, alla stregua di un efficiente ed efficace sistema informativo, laddove la scelta imprenditoriale di perseguire politiche di sostenibilità, previa verifica circa l'idoneità di tali operazioni alla realizzazione di un generale interesse a un incremento, anche solo potenziale, del valore della partecipazione sociale, non in termini eminentemente reddituali, incide sulle modalità di esecuzione del rapporto tra società e amministratori[1076]. Ne consegue la imprescindibilità, al fine della mitigazione dei rischi distorsivi associati al *say on climate*, di una solida struttura corporativa, capace di supportare le eventuali decisioni in direzione *environmental*, *social and governance* dei soci data la complessità delle tematiche. L'obiettivo della sostenibilità, inteso quale criterio guida dell'azione dell'organo amministrativo verso la creazione di valore nel lungo periodo, come chiarito[1077], rimane ancóra sprovvisto di più puntuali indicazioni attuative; di talché, per orientare in modo effettivo le strategie gestorie, l'approccio dei soci su tematiche di sostenibilità non può, pertanto, prescindere dalla valenza necessariamente complementare dell'attività degli amministratori.

La crescente presenza nella *corporate governance* di forme sociali di *voice* sulle tematiche della sostenibilità deve inevitabilmente collocarsi nell'alveo di una solida rete di flussi informativi che la società predispone a beneficio del pubblico, non esclusivamente, come chiarito, nei casi di interlocuzione proattiva, quando, cioè, gli amministratori richiedono e ottengono un confronto con i soci, ma anche - e soprattutto - nelle ipotesi di interlocuzione reattiva, in cui il dialogo vertente su interessi esogeni è, invece, il risultato di un'attività di impulso degli azionisti, al fine specifico di colmare l'inevitabile *gap* informativo tra le parti, che si distingue quale meccanismo di *governance* societaria[1078]: dallo scenario descritto può trarsi l'ammissibilità del voto consultivo avente ad oggetto le strategie climatiche, su impulso dei soci. La deliberazione assembleare, declinata in favore di une gestione orientata al successo sostenibile, può, dunque, fungere da volano per la concretizzazione di una dimensione ancóra rarefatta dei doveri di sostenibilità degli amministratori, assumendo, così, una valenza suppletiva tale da porre rimedio a situazioni di opacità e di incertezza, sottraendo l'emittente dal rischio finanche di una deviazione delle scelte gestorie. La spinta propulsiva della compagine sociale verso la considerazione - e la implementazione - dei fattori ambientali e sociali nella organizzazione societaria necessita di presìdi di *governance* sensibili a finalità diversificate, a una pluralità di intenti in assenza di una precostituita gerarchia proiettati verso la valorizzazione di una visione elastica di interesse sociale, di una dinamica di transizione verso nuovi modelli economici. Emerge con chiarezza la necessità di devolvere all'organo assembleare una precipua funzione di aggregazione delle eterogenee preferenze degli investitori e del mercato, così da convogliarne e

[1075] *Supra*, cap. II, sez. II, § 1.
[1076] *Supra*, cap. II, sez. II, § 4.1.
[1077] *Supra*, cap. II, sez. II, § 4.2.
[1078] *Supra*, cap. II, sez. II, § 4.2.

canalizzarne gli esiti agli amministratori, attraverso lo strumento del *say on climate*, orientandone di fatto le scelte concernenti il governo complessivo dell'impresa.

L'azione discrezionale dell'organo amministrativo è, dunque, funzionalizzata al conseguimento di una pluralità di intenti, caratterizzati dalla compresenza di esigenze difformi, e al conseguente equo contemperamento dell'egemonia dell'interesse allo sviluppo della partecipazione sotto il solo profilo reddituale. Il perseguimento di finalità sociali diversificate, invero, si declina nella concreta attuazione delle scelte di *governance* e degli indirizzi strategici in cui le singole operazioni si estrinsecano, attraverso la valutazione sistematica della razionalità economica delle operazioni stesse, espressione che riassume i criteri, giuridicamente vincolanti, della legittimità e della validità - e, non da ultimo, della sostenibilità - a cui gli amministratori devono attenersi[1079].

Le persistenti difficoltà di ricondurre i fattori legati al successo sostenibile dell'impresa esclusivamente nella sfera dei doveri imputabili agli amministratori - condizione, come anticipato, enfatizzata dalla profonda caratterizzazione ideologica che circonda il fenomeno, nonché dalle implicazioni in termini di maggiore o minore affidabilità dei mercati e nella speculare capacità di assicurare risultati efficienti - suggeriscono, allora, di recuperare una dimensione maggiormente inclusiva del governo societario: se la funzione essenziale della *governance* è di assicurare una cooperazione fruttuosa, oltre che la reciproca fiducia tra investitori e *management*, la relazione tra le parti non può essere ricostruita in termini idiosincratici, in quanto tutte le componenti sociali rivestono un ruolo decisivo, ove operanti in un regime sinergico[1080]. La deliberazione consultiva su iniziativa della compagine sociale configura, dunque, una proficua occasione di confronto con gli amministratori, che ben può assolvere alla funzione di favorire un allineamento, ancorché facoltativo, ma pur sempre dotato di una autorevolezza intrinseca, dell'agire gestorio verso le aspettative dei soci: un tale approccio nella *governance* appare maggiormente idoneo, invero, a invertire la generale tendenza allo *short-termism* della grande società quotata, fenomeno direttamente proporzionale al grado di isolamento degli amministratori. L'adozione di sistemi che intendono imprimere all'azione amministrativa e, dunque, alla società una particolare attenzione alla valutazione di certi valori etici e alla susseguente implicazione di opzioni distanti dal mero profitto, in grado di incidere sulla capacità competitiva dell'impresa sul mercato, tenuto conto altresì dell'ampiezza dell'orizzonte temporale sul quale le stesse sono proiettate, sembra legittimare il coinvolgimento dei soci nello sviluppo delle connesse *policies* a struttura complessa, che involgono una pluralità di intenti talora finanche in distonia con l'interesse sociale[1081],

Nel delineato panorama ordinamentale, in cui i parametri della valutazione economica sono da ponderare con i criteri della valutazione sostenibile dell'attività d'impresa, pare potersi affermare l'esistenza di uno spazio per la configurazione di un diritto di voto consultivo, su iniziativa (anche) dei soci-investitori, allontanandosi da

[1079] *Supra*, cap. I, sez. I, § 1.1.
[1080] *Supra*, cap. II, sez. II, § 4.2.
[1081] *Supra*, cap. II, sez. II, § 4.2.

una interpretazione distorta e particolarmente stringente della riserva di esclusività gestoria, nonché della tipicità legata al novero legale delle attribuzioni assembleari.

Il *say on climate* rappresenta, in tal senso, una forma di condivisione non vincolante, che, avvalendosi delle moderne tecnologie dell'informazione e della comunicazione sembra, altresì, contrastare la naturale resistenza dei gruppi di comando all'introduzione di tecniche di espressione del voto, che, al contrario, potrebbero favorire la coagulazione delle minoranze attorno ad una proposta ostile agli amministratori o agli azionisti strategici[1082]. Il voto consultivo può rappresentare, così, un modello di ispirazione e di incentivazione degli amministratori al perseguimento della sostenibilità, in un contesto legislativo connotato da incertezza, laddove «[l]'evoluzione del mondo economico che si sta svolgendo sotto i nostri occhi dà luogo a fenomeni economici nuovi e ad istituti giuridici in gran parte ignoti ai nostri codici»[1083]. L'interprete non può certo rimanere agnostico di fronte alle nuove frontiere del diritto, né il legislatore può rifugiarsi dietro una condanna assoluta dei nuovi potenziali sviluppi, al fine di evitare l'anarchia dettata dalla mancanza di ogni disciplina e di ogni controllo.

[1082] *Supra*, in questo capitolo, § 4.
[1083] T. ASCARELLI, *La liceità dei sindacati azionari*, in *Riv. dir. comm.*, 1931, II, p. 272.

BIBLIOGRAFIA

INDICE DELLE OPERE

ABBADESSA P., *L'assemblea nella s.p.a.: competenza e procedimento nella legge di riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, I, pp. 542 ss.

ABBADESSA P., *La circolazione delle informazioni all'interno del gruppo*, in AA.VV., *I gruppi di società*, Atti del Convegno internazionale di studi, Venezia, 16-17-18 novembre 1995, t. I, Milano, Giuffrè, 1996.

ABBADESSA P., MIRONE A., *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, pp. 269 ss.

ABBADESSA P., *La gestione dell'impresa nella società per azioni. Profili organizzativi*, Milano, Giuffrè, 1975.

ABRIANI N., *Il nuovo Codice di Corporate Governance*, in P. MONTALENTI, M. NOTARI (a cura di), *La nuova società quotata: tutela degli* stakeholders*, sostenibilità e nuova* governance, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022.

ABRIANI N., *Il nuovo Codice di Corporate Governance*, in *Riv. dir. soc.*, 2022, pp. 253 ss.

ABRIANI N., *Il «pungolo gentile» dell'assemblea «mite» tra attivismo degli azionisti e nuova* governance *societaria. Prime riflessioni sull'attuazione in Italia della Direttiva 2007/36*, in *Riv. dir. impr.*, 2011, pp. 15 ss.

ABRIANI N., *La corporate governance responsabile e sostenibile*, in *RCG*, 2022, pp. 3 ss.

ACERBI G., *La Consob tra precetto e persuasione. Appunti a margine delle nuove regole sulla informativa al mercato*, in *Riv. soc.*, 1997, pp. 1112 ss.

ADDAMO S., *Le novità del testo finale della Corporate Sustainability Due Diligence Directive: un cambio di passo per la politica di sostenibilità dell'UE?*, in *Nuove leggi civili*, 2024, pp. 1262 ss.

AIELLO M., *La s.p.a.: struttura finanziaria e organizzazione corporativa*, in G. COTTINO (a cura di), *Lineamenti di diritto commerciale*, Bologna, Zanichelli, 2022.

ALPA G., *Responsabilità degli amministratori di società e principio di «sostenibilità»*, in *Contr. e impr.*, 2021, pp. 721 ss.

ALPA G., *Solidarietà. Un principio normativo*, Bologna, Il mulino, 2023

ALVARO S., MAUGERI M., STRAMPELLI G., *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship,* Quaderni giuridici Consob*,* n. 19/2019.

AMBROSINI S., *Il collegio sindacale*, in P. RESCIGNO (diretto da), *Tratt. Dir. Privato*, t. VI, Torino, Utet, 2013.

ANGELICI C., *A proposito di «interessi primordiali» dei soci e «gestione esclusiva» degli amministratori*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, pp. 59 ss.

ANGELICI C., *Divagazioni sulla "responsabilità sociale" d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2018, pp. 3 ss.

ANGELICI C., *Interesse sociale e* business judgment rule, in *Riv. dir. comm.*, 2012, pp. 573 ss.

ANGELICI C., *La società per azioni. I. Principi e problemi*, in A. CICU, F. MESSINEO, L. MENGONI (già diretto da), P. SCHLESINGER (continuato da), *Trattato di diritto civile e commerciale*, Milano, Giuffrè, 2012.

ANGELICI C., *Note in tema di informazione societaria*, in AA.VV., *La riforma delle società quotate*, Atti del convegno di studio, Santa Margherita Ligure (13-14 giugno 1998), Milano, Giuffrè, 1998.

ANGELICI C., *Note minime sull' « interesse sociale »*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I, pp. 255 ss.

ANGELICI C., *Sul caleidoscopio dell'informazione*, in P. MARCHETTI, F. GHEZZI, R. SACCHI (a cura di), *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020.

ANNUNZIATA F., *Sulla comunicazione a terzi di informazioni privilegiate*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, II, pp. 108 ss.

ANTOLDI F., *La corporate governance nelle aziende non profit*, in D.M. SALVIONI (a cura di), *Corporate governance e sistemi di controllo della gestione aziendale*, Milano, FrancoAngeli, 2004.

ASCARELLI T., *La liceità dei sindacati azionari*, in *Riv. dir. comm.*, 1931, II, pp. 256 ss.

ASCARELLI T., *Rappresentanza assembleare dell'azionista da parte della stessa società o di una banca*, in ID., *Problemi giuridici*, Milano, Giuffrè, t. II, 1959.

ASQUINI A., *I battelli del Reno*, in *Riv. soc.*, 1959, pp. 618 ss.

ASSONIME, *Atto europeo omnibus in materia di sostenibilità. Osservazioni e proposte, Position Papers* n. 1/2025, dattiloscritto, pp. 1 ss., in *www.assonime.it*.

ASSONIME, *Il ruolo dell'assemblea:* say on pay, say on climate, *Interventi*, n. 6/2022, dattiloscritto, pp. 1 ss., in *www.assonime.it*.

ATANASOV V., BLACK B., CICCOTELLO C. S., *Law and Tunneling*, in *Journal of Corporation Law*, 2011, pp. 1 ss.

BAHAR R., MALACRIDA R., SPILLMANN T., *Say on Pay in Switzerland. Minder initiative wins the popular vote*, in *Bär & Karrer Briefing*, 2013, in *www.baerkarrer.ch*.

BALP G., *« Competitività dei capitali » e procedimento assembleare nelle società con azioni quotate*, in *Riv. soc.*, 2024, pp. 778 ss.

BALP G., *I consulenti di voto*, Milano, Egea, 2017.

BALP G., STRAMPELLI G., *Institutional Investor ESG Engagement: the European Experience*, in *European Business Organization Law Review*, 2022, pp. 869 ss.

BALP G., *Società quotate e partecipazione all'assemblea: per una maggiore apertura all'intervento e al voto a distanza*, in *Riv. soc.*, 2022, pp. 189 ss.

BALP G., *Trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto*, in V. CALANDRA BUONAURA (a cura di), *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, Milano, Cedam, 2020.

BANFI L., GIUSSANI G., LUNGHI S., *CSRD e proposta di direttiva CSDD*, gennaio 2023, in *dirittobancario.it*.

BARACHINI F., *Tutela delle minoranze e organo gestorio*, in ID. (a cura di), *La tutela del socio e delle minoranze. Studi in onore di Alberto Mazzoni*, Torino, Giappichelli, 2018.

BARCELLONA E., *La* sustainable corporate governance *nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d.* stakeholderism, in *Riv. soc.*, 2022, pp. 1 ss.

BARONE A., *Il diritto del rischio*, Milano, Giuffrè, 2006.

BARTALENA A., *Le competenze dell'assemblea*, in *Società*, 2005, pp. 1093 ss.

BASILE P., BOCCHINO E.M., *I sondaggi di mercato*, 2 marzo 2017, in *dirittobancario.it*.

BAUMS T., *Institutionelle Investoren im Aktienrecht*, in *ZHR*, 2019, pp. 605 ss.

BECHT M., BOLTON P., RÖELL A., *Corporate law and governance*, Amsterdam, Elsevier, 2007.

BELCREDI M., BOZZI S., CIAVARELLA A., NOVEMBRE V., *Il meccanismo del* say-on-pay *in un contesto di proprietà concentrata*, in Quaderni di finanza Consob, n. 76/2014.

BELCREDI M., FERRARINI G., *Corporate boards, incentive pay and shareholder activism in Europe: main issues and policy perspective*, in AV.VV., *Boards and Shareholders in European Listed Companies*, Cambridge, Cambridge University Press, 2013.

BELLISARIO E., *Rischi di sostenibilità e obblighi di* disclosure: *il d.lgs. n. 254/16 di attuazione della dir. 2014/95/UE (d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254 di attuazione della dir. 2014/95/UE)*, in *Nuove leggi civili*, 2017, pp. 19 ss.

BENAZZO P., *Categorie di quote, diritti di voto e* governance *della "nuovissima" s.r.l.*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, pp. 632 ss.

BENEDETTI L., *L'*engagement *soci/amministratori e la* governance *della s.p.a.: considerazioni sistematiche*, in *Riv. soc.*, 2022, pp. 1087 ss.

BENOCCI A., *La regolamentazione del mercato del controllo societario tra ragioni di efficienza ed esigenze di garanzia*, in *Dir. banca mercato fin.*, 2018, pp. 83 ss.

BERTOLOTTI A., *Le competenze*, in G. CAVALLI (a cura di), *Assemblea e amministratori*, Milanofiori Assago, Utet, 2013.

BEVIVINO G., *Nuovi inputs euro-unitari. La sostenibilità come ponderazione normativa degli interessi di shareholders e stakeholders*, in *An. giur. econ.*, 2022, pp. 127 ss.

BIANCHI M., MILIČ M., *Le politiche di* engagement *delle società tra teoria e prassi*, in *Riv. soc.*, 2021, pp. 1324 ss.

BIFULCO R., *La legge costituzionale 1/2022: problemi e prospettive,* in *Analisi giur. econ.,* 2022, pp. 7 ss.

BOGGIO L., PINTO M., *Sostenibilità e responsabilità degli amministratori*, in *Giur. it.*, 2024, pp. 1235 ss.

BONELLI F., *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, Giuffrè, 2004.

BRIOLINI F., *Gli strumenti di controllo degli azionisti di minoranza sulla gestione*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, Giappichelli, 2010.

BRIOLINI F., *Riflessioni in materia di « specifiche competenze »,* Business Judgment Rule *ed estensione della responsabilità degli amministratori di società di capitali (parte prima)*, in *Riv. soc.*, 2024, pp. 29 ss.

BRUDNEY V., *Insiders, Outsiders, and Informational Advantages under the Federal Securities Laws*, in *Harvard Law Review*, 1979, pp. 322 ss.

BRUNO S., *Dichiarazione "non finanziaria" e obblighi degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2018, pp. 974 ss.

BRUNO S., BIANCONI F., *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedure, risultati, prospettive*, in *Riv. soc.*, 2014, pp. 1269 ss.

BUONOCORE V., *Le nuove forme di amministrazione nelle società di capitali non quotate*, in *Giur. comm.*, 2003, I, pp. 389 ss.

BUONOCORE V., *Principio di uguaglianza e diritto commerciale*, in *Giur. comm.*, 2008, I, pp. 551 ss.

BUSANI A., *Regole di* corporate governance, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2021.

BUSCO C., *Governare, gestire e comunicare la Sostenibilità d'impresa e le metriche ESG*, in *RCG*, 2023, pp. 25 ss.

CACCAVALE C., *Prassi contrattuale*, in G. D'AMICO (diretto da), *Enciclopedia del diritto, I tematici*, *vol. I, Contratto*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2021.

CACCAVALE C., *Sulla sostenibilità del diritto*, in G. PERLINGIERI, D. MANTUCCI, M. D'AMBROSIO (a cura di), *Dibattito sulle ricerche della dottrina civilistica nel biennio 2017-2018*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2021.

CALANDRA BUONAURA V., *Funzione amministrativa e interesse sociale*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Atti del convegno, Milano, 9 ottobre 2009, Milano, Giuffrè, 2010.

CALANDRA BUONAURA V., *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2003, I, pp. 535 ss.

CALANDRA BUONAURA V., *Intermediari finanziari e* corporate governance, in *Giur. comm.*, 2009, I, pp. 874 ss.

V. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, in V. BUONOCORE (fondato da), R. COSTI (diretto da) *Trattato di Diritto Commerciale*, Torino, Giappichelli, 2019.

CALANDRA BUONAURA V., *Potere di gestione e potere di rappresentanza degli amministratori*, in G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, t. IV, Torino, Utet, 1991.

CALANDRA BUONAURA V., *Responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori*, in *Giur. comm.*, 2011, I, pp. 526 ss.

CALLEGARI M., *Assetti e* governance *dei gruppi. Quale il ruolo della* soft law*?*, in M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA, Governance *e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, t. I, Torino, Giappichelli, 2022.

CALLEGARI M., *Sostenibilità,* supply chain *e intelligenza artificiale*, in *Giur. it.*, 2024, pp. 1211 ss.

CALVOSA L., *Gestione dell'impresa e della società alla luce dei nuovi artt. 2086 e 2475 c.c.*, in *Società*, 2019, pp. 799 ss.

CALVOSA L., *La* governance *delle società quotate italiane nella transizione verso la sostenibilità e la digitalizzazione*, in *Riv. soc.*, 2022, pp. 309 ss.

CALVOSA L., *La sfida della sostenibilità*, in *Riv. dir. soc.*, 2024, pp. 3 ss.

CALVOSA L., Say-on-climate *e competenze assembleari nella società per azioni quotata*, in *Riv. soc.*, 2022, pp. 1073 ss.

CAMPOBASSO G.F., *Amministrazione*, in M. CAMPOBASSO (a cura di), *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, Milano, Utet, 2020, p. 374.

CAMPOBASSO M., *Dalla società per azioni alla società "per caste". Un dialogo a distanza con Alberto Mazzoni sulla tutela del socio e delle minoranze*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2025, pp. 14 ss.

CAMPOBASSO M., *Gli amministratori, il successo sostenibile e la pietra di Spinoza*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2024, I, pp. 14 ss.

CAMPOBASSO M., *La tutela delle minoranze nelle società quotate: dall'eterotutela alla società per azioni "orizzontale"*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, I, pp. 139 ss.

CAMPOBASSO M., *La tutela delle minoranze tra società aperte e società chiuse*, in F. BARACHINI (a cura di), *Impresa. Società di capitali. Mercati finanziari*, Torino, Giappichelli, 2017.

CAPELLI M., *Dalla* Corporate sustainability reporting directive *alla* Corporate Responsibility Due Diligence: *comunicazione di sostenibilità e impatto ambientale*, in *Nuovo dir. soc.*, 2023, pp. 1161 ss.

CAPELLI I., *La sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate: la rilevanza degli interessi degli* stakeholder *dopo la SHRD II*, in *Rivista ODC*, 2020, pp. 553 ss.

CAPPIELLO S., MORERA U., *L'assemblea nelle società quotate*, in *Riv. dir. impr.*, 2020, pp. 277 ss.

CAPRIGLIONE F., *Responsabilità sociale d'impresa e sviluppo sostenibile*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2022, I, pp. 1 ss.

CARBONETTI F., *Il regolamento di assemblea*, in *Riv. soc.*, 2001, pp. 156 ss.

CARIELLO V., *La funzione sociale della proprietà nelle aree protette*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2005.

CARIELLO V., *Per un diritto costituzionale della sostenibilità (oltre la "sostenibilità ambientale")*, in *Rivista ODC*, 2022, pp. 413 ss.

CATERINI E., *Sostenibilità ambientale e rapporti civili*, in P. PERLINGIERI, S. GIOVA, I. PRISCO (a cura di), *Cambiamento climatico, sostenibilità e rapporti civili*, Atti del 17° Convegno Nazionale, 11-12-13 gennaio 2024, Università di Roma La Sapienza, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2024.

CECCHETTI M., *La revisione degli articoli 9 e 41 della Costituzione e il valore costituzionale dell'ambiente: tra rischi scongiurati, qualche virtuosità (anche) innovativa e molte lacune*, in *Quad. cost.*, 2021, pp. 285 ss.

CERA M., *Le società con azioni quotate nei mercati*, Bologna, Zanichelli, 2020.

CERRATO S.A., *Appunti per una «via italiana» all'ESG. L'impresa «costituzionalmente solidale» (anche alla luce dei «nuovi» artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, pp. 63 ss.

CERRATO S.A., *Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il «sovrano» ha veramente abdicato?*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, pp. 133 ss.

CETRA A., CUOMO P., *"Responsabilità sociale" e gestione dell'impresa azionaria nel nuovo Codice di Corporate Governance*, in C. COSTA, A. MIRONE, R. PENNISI, P.M. SANFILIPPO,

R. VIGO (a cura di), *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, vol. II, *Impresa, Società, Crisi d'impresa*, t. I, Torino, Giappichelli, 2021.

CHIAPPETTA F., *Diritto del governo societario,* Milano, Cedam, 2024.

CHIAPPETTA F., *Diritto del governo societario. La* corporate governance *delle società quotate*, Padova, Cedam, 2013.

CHILOIRO A., *L'informazione societaria e la varietà di tipologie di azionisti*, in *Analisi giur. econ.*, pp. 181 ss.

CHILOIRO A., *La remunerazione degli amministratori delle banche: profili di diritto societario*, in *Banca impresa soc.*, 2017, pp. 81 ss.

CIAN M., *Intervento e voto in assemblea: le nuove tecnologie come mezzo per promuovere l'attivismo degli investitori istituzionali?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I, pp. 420 ss.

CIAN M., *Sulla gestione sostenibile e i poteri degli amministratori: uno spunto di riflessione*, in *Rivista ODC*, 2021, pp. 1131 ss.

CIOCCA N., *Sostenibilità dell'attività d'impresa e doveri degli amministratori*, in F. MASSA (a cura di), *Sostenibilità. Profili giuridici, economici e manageriali delle PMI italiane*, Torino, Giappichelli, 2019.

CODAZZI E., *Il voto degli azionisti sulle politiche di remunerazione degli amministratori: la disciplina italiana e il modello comunitario di "say on pay"*, in *Rivista ODC*, 2016, pp. 3 ss.

COLOMBO G.E., *Il bilancio di esercizio*, in G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, t. VII, Torino, Utet, 1994.

CONSOB, *Q&A del 18 marzo 2021 sull'informazione selettiva nei confronti dei soci e, in particolare, del socio di controllo nonché sulla pubblicazione delle informazioni privilegiate*, 18 marzo 2021, in *www.consob.it*.

COPLAND J.R., LARCKER D.F., TAYAN B., *The Big Thumb on the Scale: An Overview of the Proxy Advisory Industry*, in *Rock Center for Corporate Governance*, 2018, pp. 3 ss., in *www.ssrn.com*.

CORSI F., *Il concetto di amministrazione nel diritto privato*, Milano, Giuffrè, 1974.

COSSU M., *L'attivismo degli investitori* non *istituzionali in italia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, pp. 398 ss.

COSSU M., *Sostenibilità e mercati: la sostenibilità ambientale dell'impresa dai mercati reali ai mercati finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, pp. 558 ss.

COSSU M., Stakeholders theory, *obiettivi ESG e interesse sociale*, in *Rivista ODC*, 2023, pp. 783 ss.

COSTI R., *Il Mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 2018.

COSTI R., *La responsabilità sociale dell'impresa e il diritto azionario italiano*, in AA.VV., *La responsabilità dell'impresa.* Convegno per i trent'anni di giurisprudenza commerciale. Bologna, 8-9 ottobre 2004, Milano, Giuffrè, 2006.

COSTI R., *Responsabilità sociale dell'impresa e diritto azionario italiano*, in AA.VV., *La responsabilità dell'impresa*, Convegno per i trent'anni di Giurisprudenza Commerciale, Bologna, 8-9 ottobre 2004, Milano, Giuffrè, 2006.

COSTI R., *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, pp. 313 ss.

COSTI R., *Sostenibilità e scopo della società*, in *Banca impr. soc.*, 2023, pp. 503 ss.

CUCCU F., *La (in)sostenibilità del nuovo codice di corporate governance*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, pp. 235 ss.

CUOMO P., *Il consiglio di amministrazione e la gestione dell'impresa nel codice di* corporate governance, in *Riv. soc.,* 2021, pp. 79 ss.

D'ALESSANDRO F., *La seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. soc.*, 1987, pp. 1 ss.

D'ATTORRE G., *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2007.

D'ATTORRE G., *La responsabilità sociale dell'impresa insolvente*, in *Riv. dir. civ.*, 2021, pp. 60 ss.

DACCÒ A., *Il ruolo degli investitori istituzionali alla luce della direttiva 2017/828*, in *Analisi giur. econ.*, 2019, pp. 517 ss.

DACCÒ A., *Il ruolo degli investitori nella governance delle società*, in M. CERA, G. PRESTI (diretto da), *Il testo unico finanziario*, Bologna, Zanichelli, 2020.

DACCÒ A.*, Profili generali e interessi rilevanti*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, t. III, Milano, Utet, 2022.

DACCÒ A., *Spunti di riflessione su capitalismo sostenibile e strumenti a disposizione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2022, I, pp. 372 ss.

DAVI L., *Proxy advisor, la corsa del suggeritore silenzioso che decide le assemblee*, in *Il Sole 24 Ore*, 17 novembre 2022.

DE NICOLA A., *sub* Art. 2380-bis, in F. GHEZZI (a cura di), *Amministratori*, P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, Egea, 2005.

DE STEFANO T., BUSCEMI G., FANARI M., *Introduzione*, in IDD., *Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento. La sostenibilità nelle assemblee societarie in Francia, Germania e Italia*, Roma, Banca d'Italia, 2024.

DELLA TOMMASINA L., *L'attività di reporting negli emittenti quotati: governo societario e politiche non finanziarie*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, t. IV, Milano, Utet, 2022.

DENOZZA F., *Il conflitto di interessi fra soci e altri* stakeholders, in R. SACCHI (a cura di), *Conflitto di interessi e interessi in conflitto in una prospettiva interdisciplinare*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020.

DENOZZA F., STABILINI A., *Informazione non finanziaria e* stakeholder empowerment, in P. MARCHETTI, F. GHEZZI, R. SACCHI (a cura di), *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Giudo Rossi*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020.

DENOZZA F., *L'interesse sociale fra «coordinamento» e «cooperazione»*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Atti del convegno, Milano, 9 ottobre 2009, Milano, Giuffrè, 2010.

DENOZZA F., *La Direttiva* Shareholders' Right II *e il ruolo degli investitori istituzionali*, in P. MONTALENTI, M. NOTARI (a cura di), *La nuova società quotata: tutela degli* stakeholders*, sostenibilità e nuova* governance, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022.

DENOZZA F., *Lo scopo della società tra* short-termism *e* stakeholder empowerment, in *Rivista ODC*, 2021, pp. 29 ss.

DENOZZA F., *Logica dello scambio e "contrattualità": la società per azioni di fronte alla crisi*, in *Giur. comm.*, 2015, I, pp. 5 ss.

DENOZZA F.*, Rendere lo sviluppo sostenibile e democratico,* in D. CATERINO, I. INGRAVALLO (a cura di), *L'impresa sostenibile. Alla prova del dialogo dei saperi*, Lecce, EuriConv, 2020.

DENOZZA F., *Scopo della società e interessi degli* stakeholders: *dalla «considerazione» all'«*empowerment*»,* in M. CASTELLANETA, F. VESSIA (a cura di), *La responsabilità sociale d'impresa tra diritto societario e diritto internazionale,* Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2019.

DENOZZA F., *Sostenibilità e* corporate governance*: dagli investitori agli* stakeholder, in *Riv. soc.*, 2023, pp. 301 ss.

DESANA E.R., *Sostenibilità ed equilibrio di genere*, in *Giur. it.*, 2024, pp. 1219 ss.

DI MARCELLO T., *Strategia europea sulla finanza sostenibile, informazione societaria e possibili riflessi sulla gestione della società*, in *Giur. comm.*, 2023, I, pp. 607 ss.

DI NOIA C., GARGANTINI M., *Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime*, in *European Company and Financial Law Review*, 2012, pp. 484 ss.

DI SALVATORE E., *Brevi osservazioni sulla revisione degli articoli 9 e 41 della Costituzione*, in *Costituzionalismo.it*, 2022.

DONATIVI V., *Percorsi di diritto commerciale. Le società*, Milano, Utet, 2024.

EMBID IRUJO J.M., *Responsabilità sociale d'impresa e disciplina dei gruppi di società*, in M. CASTELLANETA, F. VESSIA (a cura di), *La responsabilità sociale d'impresa tra diritto societario e diritto internazionale*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2019.

ENRIQUES L., *Il ruolo dei consigli di amministrazione delle società quotate italiane nell'era della* disruptive innovation, in *Banca impr. soc.*, 2017, pp. 17 ss.

ENRIQUES L.*, L'attivismo degli investitori istituzionali negli Stati Uniti: una rassegna degli studi empirici*, in *Riv. soc.*, 1998, pp. 592 ss.

ENRIQUES L., *Quanto è armonizzato il diritto societario europeo?*, in G. CARCANO, C. MOSCA, M. VENTORUZZO (a cura di), *Regole del mercato e mercato delle regole*, Atti del Convegno Internazionale di Studi, Venezia 13-14 novembre 2015, Milano, Giuffrè, 2016.

ENRIQUES L., *The European Parliament Draft Directive on Corporate Due Diligence and Accountability: Stakeholder-Oriented Governance on Steroids*, in *Riv. soc.*, 2021, pp. 319 ss.

EREDE M., SANDRELLI G., *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, pp. 931 ss.

EREDE M., *L'esercizio del diritto di intervento e voto in assemblea di società con titoli quotati: alcune riflessioni in tema di legittimazione e titolarità in seguito all'introduzione della* record date, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, I, pp. 61 ss.

FABRIZIO S., *sub* art. 92, in C. RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il Testo Unico della Intermediazione Finanziaria. Commentario*, Milano, Giuffrè, 1998.

FALCHI A., GROLLEAU G., MZOUGHI N., *Why companies might under-communicate their efforts for sustainable development and what can be done?*, in *Business Strategy and the Environment*, 2022, pp. 1938 ss.

FALZEA A., *Natura e Diritto*, in ID., *Ricerche di teoria generale del diritto e di dogmatica giuridica*, *Scritti d'occasione*, t. III, Milano, Giuffrè, 2010.

FAUCEGLIA G., *Sostenibilità ambientale e crisi d'impresa,* in *Banca borsa tit. cred.,* 2023, I, pp. 526 ss.

FAZZINI P., *Doveri fiduciari degli amministratori designati dai fondi attivisti e conflitto di interessi: alcune considerazioni in una prospettiva transatlantica*, in *Riv. dir. soc.*, 2020, III, pp. 207 ss.

FELICETTI R., *Prime riflessioni sulla proposta di direttiva UE in materia di Corporate Sustainability Due Diligence*, in *An. giur. econ.*, 2022, pp. 185 ss.

FELICETTI R., *Successo sotenibile e doveri degli amministratori*, Bari, Cacucci, 2023.

FERRARA JR F., CORSI F., *Gli imprenditori e le società*, Milano, Giuffrè, 2009.

FERRARINI G., *Corporate Purpose and Sustainability*, ECGI Law Working Paper N° 559/2020, dicembre 2020, pp. 1 ss., in *www.ecgi.global.*

FERRI G., *I controlli interni nelle società per azioni*, in AA. VV., *Controlli interni ed esterni delle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1972.

FERRI G., *Interesse dell'impresa e posizioni soggettive nell'evoluzione del diritto societario*, in R. SACCHI, A. TOFFOLETTO (a cura di), *Esiste uno "stile giuridico" neoliberale? Atti dei seminari per F. Denozza*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2019.

FERRI G., *Le società*, in F. VASSALLI (fondato da), *Trattato di diritto civile italiano*, Torino, Utet, t. III, 1987.

FERRO-LUZZI P., *L'esercizio dell'impresa tra amministrazione e controllo*, in *Analisi giur. econ.*, 2007, pp. 231 ss.

FERRO-LUZZI P., *La conformità delle deliberazioni assembleari alla legge ed all'atto costitutivo*, Milano, Giuffrè, 1993.

FIMMANÒ F., *Art. 41 della Costituzione e valori ESG: esiste davvero una responsabilità sociale dell'impresa?*, in *Giur. comm.*, 2023, I, pp. 777 ss.

FLEISCHER H., *Investor Relations und informationelle Gleichbehandlung im Aktien-, Konzern- und Kapitalmarktrecht*, in *ZGR*, 2009, pp. 505 ss.

FLEISCHER H., *La definizione normativa dello scopo dell'impresa azionaria: un inventario comparato*, in *Riv. Soc.*, 2018, pp. 809 ss.

FLEISCHER H., sub *§ 76*, in G. SPINDLER, E. STILZ*, Kommentar zum Aktiengesetz*[3]*,* Bd. 1, München, C. H. Beck, 2015.

FORTUNATO S., *L'informazione non finanziaria nell'impresa socialmente responsabile*, in *Giur. comm.*, 2019, I pp. 415 ss.

FOSCHINI M., *Il diritto dell'azionista all'informazione*, Milano, Giuffrè, 1959.

FRANCHINI F., *Il parere nel diritto amministrativo*, Milano, Giuffrè, 1944.

FRANCONE B., *L'ingerenza del socio nella gestione della s.r.l.: alcune riflessioni dopo il Codice della crisi di impresa*, in *Riv. dir. soc.*, 2021, pp. 443 ss.

FRANZONI M., *sub* Art. 2380-*bis*, in ID., *Società per azioni. Tomo III. Dell'amministrazione e del controllo*, in F. GALGANO (a cura di), *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, Zanichelli-Il foro italiano, 2008.

GALGANO F., *I gruppi nella riforma delle società di capitali*, in *Contr. e impr.*, 2002, pp. 1015 ss.

GAMBINO A., SANTOSUOSSO D.U., *Società di capitali*, Torino, Giappichelli, 2018.

GARGANTINI M., *Coordinamento (extra-)assembleare dei soci e azione di concerto nella s.p.a. quotata*, in AA.VV., *Società, banche e crisi di impresa.* Liber amicorum *Pietro Abbadessa*, t. III, Milanofiori Assago, Utet, 2014.

GENOVESE A., *L'armonizzazione del* reporting *di sostenibilità delle imprese azionarie europee dopo la CSRD*, in *Contr. impr.*, 2023, pp. 88 ss.

GENOVESE A., *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria. Fra regole e contesto*, Bologna, Il Mulino, 2023.

GENOVESE A., *La* "sustainable corporate governance" *delle società quotate. Note introduttive*, in *RCG*, 2022, pp. 97 ss.

GIANNELLI A., MOSCA C., *Flussi informativi tra amministratori e soci nella società quotata, tra ambiguità ed esigenze di disciplina*, relazione presentata al III Convegno nazionale organizzato da Orizzonti del Diritto Commerciale sul tema La Protezione dei Soggetti Deboli tra Equità ed Efficienza, Roma, 10-11 febbraio 2012, dattiloscritto, pp. 11 ss., in *www.orizzontideldirittocommerciale.it*.

GILOTTA S., *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022.

GILOTTA S., RAFFAELE F., *Informazione privilegiata e "processi prolungati" dopo la* Market Abuse Regulation, in *Riv. soc.*, 2018, pp. 83 ss.

GILOTTA S., *Le società quotate e l'informazione societaria*, in M. CERA, G. PRESTI (diretto da), *Il Testo Unico finanziario. Mercati ed emittenti*, vol. II, Bologna, Zanichelli, 2020.

GILOTTA S., *Trasparenza e riservatezza nella società quotata*, Milano, Giuffrè, 2012.

GINEVRA E., *Il Codice di* Corporate Governance: *Introduzione e Definizioni (con un approfondimento sul "Successo sostenibile")*, in *Riv. soc.,* 2023, pp. 1017 ss.

GINEVRA E., *La determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Riv. soc.*, 2008, pp. 498 ss.

GINEVRA E., *Le società di capitali "aperte", tra codice civile e t.u.f.*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2022, pp. 868 ss.

GLIOZZI E., *Lo* short-termismo *e la direttiva n. 828 Ue del 2017*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2020, pp. 841 ss.

GUACCERO A., *L'attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea(?)*, in *Riv. soc.*, 2016, pp. 409 ss.

GUERCINI A., *La legge tedesca sugli obblighi di* due diligence *nella* supply chain (Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz – LkSG), in *Riv. dir. societario*, 2022, pp. 391 ss.

GUERRERA F., *"Interessi" degli azionisti e partecipazione "differenziata" ai processi decisionali (considerazioni sul c.d.* whitewash *nelle società aperte)*, in *Riv. dir. soc.*, 2015, I, pp. 94 ss.

GUERRERA F., *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Torino, Giappichelli, 2004.

GUIZZI G., *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi. Trasparenza, ponderazione e imparzialità nell'amministrazione delle s.p.a.*, Milano, Giuffrè, 2014.

GUIZZI G., *Gli azionisti e l'assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, I, pp. 2 ss.

GUIZZI G., *Riflessioni intorno all'art. 2380*-bis *c.c.*, in AA.VV., *Società, banche e crisi di impresa.* Liber amicorum *Pietro Abbadessa*, t. II, Milanofiori Assago, Utet, 2014.

HABERSACK M., *Gutachten E zum 69. Deutschen Juristentag. Staatliche und halb-staatliche Eingriffe in die Unternehmensführung,* München, C. H. Beck, 2012.

HANSEN J.L., *Say When: When Must an Issuer Disclose Inside Information?*, 2016, pp. 1 ss., dattiloscritto, in *www.ssrn.com.*

HART O., ZINGALES L., *The New Corporate Governance*, in *Business Law Review*, 2022, pp. 195 ss.

HOMMELHOFF P., *Fortentwicklungen im Aktienrecht und ihre Akteure in Gesetzgebung, Rechtsprechung,* Unternehmenspraxis und Wissenschaft, in H. FLEISCHER, J. KOCH, B. KROPFF, M. LUTTER (a cura di), *50 Jahre Aktiengesetz*, Berlin/Boston, De Gruyter, 2016.

IANNIRUBERTO G., *Iniziativa economica e tutela del lavoro*, in *Riv. it. dir. lav.*, 2020, pp. 515 ss.

IBBA R., *L'introduzione di obblighi concernenti i fattori ESG a livello UE: dalla direttiva 2014/95 alla proposta di direttiva sulla* Corporate Sustainability Due Diligence, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, I, pp. 433 ss.

INNOCENTI F., *Informazione e dibattito nel procedimento assembleare delle s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2015, I, pp. 349 ss.

JAEGER P.G., *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, pp. 795 ss.

JONAS H., *Il principio responsabilità. Un'etica per la civiltà tecnologica*, P.P. PORTINARO (a cura di), P. RINAUDO (traduzione di), Torino, Einaudi, 2009.

KÖNDGEN J., *Sustainable finance: Wirtschaftsethik - Ökonomik - Regulierung*, in AA.VV., *Festschrift für K. Schmidt*, I, München, C. H. Beck, 2019.

LA MARCA E., *Rischio e libertà nell'impresa azionaria, tra standardizzazione dei processi decisionali, prevenzione della crisi e annunciato superamento dello scopo di lucro*, in *Riv. soc.*, 2021, pp. 508 ss.

LANGENBUCHER K., *Kommunikation als Governance-Instrument in der börsennotierten Aktiengesellschaft*, in *ZHR*, 2021, pp. 414 ss.

LAUS F., Corporate Sustainability Due Diligence *e amministrazione del rischio*, in *Società*, 2024, pp. 913 ss.

LENER R., LUCANTONI P., *Il mercato finanziario*, Torino, Giappichelli, 2024.

LENER R., *Il ruolo degli investitori istituzionali e l'assemblea*, in *Analisi giur. econ.*, 2019, pp. 517 ss.

LENER R., LUCANTONI P., *Sostenibilità* esg *e attività bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, I, pp. 6 ss.

LENZI D., *Sostenibilità delle imprese e dichiarazioni non finanziarie*, in *RCG*, 2022, pp. 159 ss.

LIACE G., *I contratti di intermediazione finanziaria nel quadro della finanza sostenibile*, in P. MONTALENTI, M. NOTARI (a cura di), *Banche, contratti di finanziamento alle imprese e sostenibilità*, Atti del Convegno, Courmayeur, 15-16 dicembre 2023, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2024.

LIBERTÀ CREMA A., *Note intorno alla nozione di «amministratori investiti di particolari cariche in conformità dello statuto» di cui all'art. 2389, comma 3, c.c.*, in *Riv. soc.*, 2023, pp. 469 ss.

LIBERTINI M., *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello "istituzionalismo debole"*, in *Giur. comm.*, 2014, I, pp. 669 ss.

LIBERTINI M., *Doveri ambientali, sviluppo sostenibile e diritto commerciale*, in *Dir. econ.*, 2021, pp. 93 ss.

LIBERTINI M., *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale*, in *Riv. soc.*, 2009, pp. 1 ss.

LIBERTINI M., *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003. Appunti per un corso di diritto commerciale*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, I, pp. 198 ss.

LIBERTINI M., *Sulla proposta di Direttiva UE su "Dovere di diligenza e responsabilità delle imprese"*, in *Riv. soc.*, 2021, pp. 325 ss.

LIBONATI B., *Il governo del consiglio di amministrazione di società per azioni*, in ID., *Scritti giuridici. Volume I. Impresa e società. Concorrenza e mercato. Gruppi. Bilanci e contabilità*, Milano, Giuffrè, 2013.

LIBONATI B., *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, pp. 86 ss.

LIBONATI B., *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in ID., *Scritti giuridici. Volume II. Società quotate e mercati finanziari. Titoli di credito e strumenti finanziari. Banche e operazioni bancarie. Crisi delle imprese. Saggi di vario diritto. Rassegne*, Milano, Giuffrè, 2013.

LINK S.P., *Shareholder und Investor Activism. Rechtsfragen der aktuellen Praxis*, in *ZGR*, 2021, pp. 904 ss.

LUBIAN F., *La sostenibilità come clausola generale: una prospettiva comparata*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2024, pp. 737 ss.

LOMBARDO S., *I sondaggi di mercato: prime riflessioni*, in *Società*, 2016, pp. 159 ss.

LUISON C., *Rendicontazione di sostenibilità: cosa cambia con il pacchetto Omnibus*, in *Ipsoa Quotidiano*, 28 febbraio 2025.

MACEY J.R., *The Central Role of Myth in Corporate Law,* ECGI *Law Working Paper* N° 519/2020, pp. 1 ss., in *www.ecgi.global.*

MACRÌ E., *Informazioni privilegiate e* disclosure, Torino, Giappichelli, 2010.

MALLOW M.J., SETHI J., *Engagement: the missing middle approach in the bebchuck-strine debate*, in *New York University Journal of Law & Business*, 2016, pp. 385 ss.

MARCHEGIANI L., *La motivazione delle deliberazioni consiliari nelle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2018.

MARCHEGIANI L., *Riflessioni su informazione non finanziaria, comunicazione di impresa e fiducia degli* stakeholders, in *ODCC*, 2021, pp. 105 ss.

MARCHETTI P., *Il bicchiere mezzo pieno*, in *Riv. soc.*, 2021, pp. 336 ss.

MARCHETTI P., *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2016, pp. 33 ss.

MARCHETTI P., *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, pp. 270 ss.

MARCHETTI P., *Il pimo caso italiano di* "say on climate", in *Riv. soc.*, 2022, pp. 648 ss.

MARCHETTI P., *In tema di funzionamento dell'assemblea*, in *Riv. soc.*, 2001, pp. 121ss.

MARCHETTI P., *Intervento in assemblea*, in *Contr. e impr.*, 1986, pp. 985 ss.

MARCHETTI P., *Introduzione ai lavori della sessione pomeridiana*, in M. MAUGERI (a cura di), *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, Università Europea di Roma, 13 dicembre 2013, Milano, Giuffrè, 2015.

MARCHETTI C., VENTORUZZO M., *Note sulle assemblee tramite rappresentante designato*, in *Società*, 2024, pp. 821 ss.

MARCHETTI P., *Profili privatistici dell'*insider trading, in C. RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. "L'insider trading"*, Milano, Giuffrè, 1992.

MARCHETTI P., *Sull'attuazione del Codice di* Corporate Governance, in *Riv. soc.,* , 2021, pp. 1406 ss.

MARINO G., *Emissione di strumenti finanziari partecipativi e parità di trattamento: il caso delle s.r.l. pmi (non) innovative*, in *Dir. merc. ass. fin.*, 2025, pp. 91 ss.

MASI P., sub *art. 92*, in G. F. CAMPOBASSO (diretto da), *Testo Unico della Finanza. Commentario*, Torino, Utet, 2002.

MAUGERI M., Corporate Governance *e assemblea dei soci nella Rivista di Diritto Commerciale del Novecento*, in *Giur. comm.*, 2024, I, pp. 83 ss.

MAUGERI M., *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2013, pp. 336 ss.

MAUGERI M., *Gruppi di società e informazioni privilegiate*, in *Giur. comm.*, 2017, I, pp. 907 ss.

MAUGERI M., *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, pp. 992 ss.

MAUGERI M., *Le deliberazioni assembleari "consultive" nella società per azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2014, pp. 143 ss.

MAUGERI M., *Le deliberazioni assembleari «consultive» nella società per azioni*, in AA.VV., *Società, banche e crisi di impresa.* Liber amicorum *Pietro Abbadessa*, t. I, Milanofiori Assago, Utet, 2014.

MAUGERI M., *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in M. CERA, G. PRESTI (diretto da), *Il Testo Unico Finanziario. Mercati ed emittenti*, vol. II, Bologna, Zanichelli, 2020.

MAUGERI M., *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Milano, Giuffrè, 2010.

MAUGERI M., *Prefazione*, in ID. (a cura di), *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, Milano, Giuffrè, 2015.

MAUGERI M., *Proxy advisors, esercizio del voto e doveri "fiduciari" del gestore*, in *Rivista ODC*, 2016, pp. 1 ss.

MAUGERI M., *Sostenibilità ed* Engagement *degli azionisti istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2021, pp. 1350 ss.

MAYER C.P., *Prosperity: Better Business Makes the Greater Good*, Oxford, Oxford University Press, 2018.

MAZZONI A., *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 1998, I, pp. 486 ss.

MENGONI L., *Fondata sul lavoro: la Repubblica tra diritti inviolabili e doveri inderogabili di solidarietà*, in *Jus – Rivista di scienze giuridiche*, 1998, pp. 45 ss.

MESSORI M., *Informazione e mercati finanziari*, in *Analisi giur. econ.*, 2006, pp. 203 ss.

MICHIELI N., *Il ruolo dei soci nelle procedure di composizione della crisi e dell'insolvenza*, in *Riv. soc.*, 2021, pp. 830 ss.

MIGNOLI A., *Le assemblee speciali*, Milano, Giuffrè, 1960.

MINICHILLI A., QUARATO F., *Principi di corporate governance*, Milano, Egea.

MISHRA M.K., *The emerging role of corporate governance on environmental sustainability*, dattiloscritto, 7 dicembre 2023, pp. 1 ss., in *www.ssrn.com*.

MOLLO G., *Il principio di sostenibilità nella sua concreta declinazione da parte del legislatore europeo*, in AA.VV., Greenwashing *e tutela del consumatore per un'economia sostenibile,* Quaderni giuridici Consob*,* n. 33/2025.

MOLLO G., *Il ruolo del socio nella gestione della s.p.a. quotata*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2018.

MOLLO G., *Il sistema di gestione informata nella S.p.a. e la responsabilità degli amministratori deleganti*, Torino, Giappichelli, 2013.

MONTALENTI P., *«Disclosure» e riservatezza nei mercati finanziari: problemi aperti*, in *Analisi giur. econ.*, 2013, pp. 245 ss.

MONTALENTI P., *I problemi della* governance, in *Giur. comm.*, 2024, I, pp. 368 ss.

MONTALENTI P., *Il diritto societario dai "tipi" ai "modelli"*, in *Giur. comm.*, 2016, I, pp. 420 ss.

MONTALENTI P., *Il nuovo* Codice di Corporate Governance, in *RCG*, 2021, pp. 39 ss.

MONTALENTI P., *Il socio di società quotata*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I, pp. 227 ss.

MONTALENTI P., *Investitori istituzionali e amministratori nelle società quotate: problemi e proposte*, in *Rivista ODC*, 2016, pp. 1 ss.

MONTALENTI P., *Impresa e fattori ESG: lo stato dell'arte*, in P. MONTALENTI, M. NOTARI (a cura di), *Banche, contratti di finanziamento alle imprese e sostenibilità*, Atti del Convegno, Courmayeur, 15-16 dicembre 2023, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2024.

MONTALENTI P., *Impresa, sostenibilità e fattori ESG: profili generali*, in *Giur. it.*, 2024, pp. 1190 ss.

MONTALENTI P., *L'informazione e il diritto commerciale: principi e problemi*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, pp. 779 ss.

MONTALENTI P., *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, pp. 303 ss.

MONTALENTI P., *La nuova società quotata: quali prospettive?*, in P. MONTALENTI, M. NOTARI (a cura di), *La nuova società quotata: tutela degli* stakeholders*, sostenibilità e nuova* governance, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022.

MONTALENTI P., BALZOLA S., *La società per azioni quotata*, in AA.VV., *Le nuove s.p.a.*, Bologna, Zanichelli, 2010.

MONTALENTI P., *La società quotata: l'evoluzione del testo unico della finanza*, in ID. (a cura di), *Impresa. Società di capitali. Mercati finanziari*, Torino, Giappichelli, 2017.

MONTALENTI P., *Lezione aperta. L'Università e il diritto commerciale, oggi. L'evoluzione della società per azioni: quali prospettive?*, in *Rivista ODC*, 2021, pp. 1107 ss.

MONTALENTI P., *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance. Studi in tema di società per azioni*, Padova, Cedam, 1999.

MONTALENTI P., *Società, mercati finanziari e fattori ESG: ultimi sviluppi*, in *RCG*, 2022, pp. 9 ss.

MONTALENTI P., *Socio di controllo, investitori istituzionali, gruppi di società: i flussi informativi*, in *Riv. dir. soc.*, 2018, I, pp. 13 ss.

MONTANARI M., *Il principio di parità di trattamento fra disciplina del mercato mobiliare e diritto delle società*, in *Giur. comm.*, 1996, I, pp. 899 ss.

MOSCA C., *Director-Shareholder Dialogues Behind the Scenes: Searching for a Balance Between Freedom of Expression and Market Fairness*, in *European Company and Financial Law Review*, 2018, pp. 805 ss.

MOSCO G.D., *Le deleghe assembleari nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2000.

MUCCIARELLI F., *Interesse sociale e sostenibilità: un falso problema,* XIV Convegno annuale "Orizzonti del diritto commerciale" dal titolo "Imprese, mercati e sostenibilità: nuove sfide per il diritto commerciale", Roma, 26-27 maggio 2023, dattiloscritto, pp. 1 ss., in *www.orizzontideldirittocommerciale.it*.

MUCCIARELLI F., *L'informazione societaria: destinatari e limiti posti dalla normativa in materia di* insider trading, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, I, pp. 745 ss.

MUCCIARELLI G., *Qualche nota sulla convocazione dell'assemblea su richiesta dei soci, ai sensi dell'art. 2367 c.c.*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti.* Liber discipulorum, Milano, Egea, 2011.

MUCCIARELLI F., *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2004, pp. 180 ss.

MURINO F., *Impegno, monitoraggio e consulenza di voto nella s.p.a. quotata "sostenibile"*, Pisa, Pacini, 2023.

MURINO F., Stewardship *e ruolo dei* proxy advisors *in Italia. L'attivismo degli azionisti dopo SHRD 2 e* UK Stewardship Code *2020,* Salerno, Brunolibri, 2020.

NACA L., *Pacchetto Omnibus: così l'Europa semplifica il reporting ESG*, in *Il sole 24 ore*, 8 aprile 2025.

NAPOLEONI V., Insider trading *e aggiotaggio su strumenti finanziari*, in L. LACAITA, V. NAPOLEONI (a cura di), *Il testo unico dei mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, 1998.

NUZZO A., *Il vincolo di voto nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1991, pp. 479 ss.

OERTWIG N., GALEITZKE M., SCHMIEG H.G., KOHL H., *Integration of sustainability into the corporate strategy*, in R. STARK, G. SELIGER, J. BONVOISIN (a cura di), *Sustainable Manufacturing*, Berlin, Springer, 2017.

OLIVIERI G., VELLA F., MOSCO G.D., *Editoriale. Il lucro sostenibile. Obiettivi e ruolo delle imprese tra comunicazione e realtà*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, pp. 3 ss.

OLIVIERI G., *Quando la sostenibilità paga. Brevi note su obiettivi ESG e remunerazione degli amministratori di società quotate*, in *Analisi giur. econ.,* 2024, pp. 121 ss.

ONZA M., *"Attività funzionale" ed "interessi degli altri" nella gestione dell'impresa (entificata): annotazioni dalla direttiva (UE) 2022/2464*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, I, pp. 757 ss.

ORCIANI L., *Controllo gestorio dei soci e parità informativa nelle imprese azionarie*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2024.

PACES A.M., *Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive*, 5 luglio 2017, in *European Corporate Governance Institute (ECGI)* – Law Working Paper No. 353/2017, in *www.ssrn.com*.

PALMIERI G., *La crisi del diritto societario e la riscoperta del valore della "nuda" impresa nell'economia post covid-19 (con uno sguardo all'art. 41 della Costituzione)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, I, p. 29 ss.

PAPADIMITRU C.E., *Dalla finanza al sostenibile e dal sostenibile alla finanza d'impatto: i prodotti finanziari* "green", in E. CORAPI (a cura di), *Sostenibilità e mercato finanziario. Questioni aperte e profili comparati*, Milano, Cedam, 2023.

PASETTI G., *Parità di trattamento e autonomia privata*, Padova, Cedam, 1970.

PASQUARIELLO F., *sub* artt. 2364-2366, A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società, Commento sistematico al D. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 aggiornato al D. lgs. 28 dicembre 2004, n. 310*, Padova, Cedam, 2005.

PASSADOR M.L., RIGANTI F., *Less is more in the age of information overload: the paradigm shift from a shareholder to a stakeholder oriented market*, in *New York University Journal of Law & Business*, 2019, pp. 567 ss.

PASSALACQUA M., *Green deal e transizione digitale. Regolazione di adattamento a un'economia sostenibile*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, pp. 27 ss.

PEDRAZZI C., *Riflessioni sull'*insider trading *in ambito corporativo*, in *Riv. soc.*, 1991, pp. 1661 ss.

PERLINGIERI G., *In tema di «sostenibilità»*, in *Teoria e prassi del diritto*, 2024, pp. 167 ss.

PERNA R., *Mito e realtà della democrazia societaria. Il* proxy voting *nelle* public companies *statunitensi*, in *Giur. comm.*, 1995, I, pp. 537 ss.

PERRINO M., *Il controllo individuale del socio di società di capitali: fra* funzione *e* diritto, in *Giur. comm.*, 2006, I, pp. 639 ss.

PETTA D., *L'instabile assetto normativo della* proxy advisory industry, in *Giur. comm.*, 2024, II, pp. 308 ss.

PERRONE A., *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020.

PERRONE A., *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, Giuffrè, 2003.

PICCIAU C., *Comunicazioni selettive ai soci e informazioni privilegiate nei recenti orientamenti Consob*, in *Riv. soc.*, 2021, pp. 614 ss.

PISANI L., *Società in accomandita semplice*, in M. CIAN (a cura di), *Diritto commerciale*, Torino, Giappichelli, t. II, 2013.

PORTALE G.B., *Amministrazione e controllo nel sistema dualistico delle società bancarie*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, pp. 34 ss.

PORTALE G.B., *Diritto societario tedesco e diritto societario italiano in dialogo*, in *Banca borsa tit. cred.,* 2018, I, pp. 597 ss.

PORTALE G.B., *La società per azioni. Principi e problemi* (Scintillae iuris), in *Giur. comm.*, 2014, I, pp. 135 ss.

PORTALE G.B., *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum *Gian Franco Campobasso*, t. II, Milanofiori Assago, Utet, 2006.

PREITE D., *L'Abuso della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1992.

PREITE D., *Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1993, pp. 489 ss.

PRESTI G., *Le politiche di remunerazione degli amministratori*, in P. MONTALENTI, M. NOTARI (a cura di), *La nuova società quotata: tutela degli* stakeholders*, sostenibilità e nuova* governance, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022.

QUARANTA A., *La rendicontazione di sostenibilità non è solo una questione normativa*, in *Ambiente e sviluppo*, 2024, pp. 788 ss.

RABITTI M., SPATOLA P., *sub* art. 123-*ter*, in M. FRATINI, G. GASPARRI (a cura di), *Il testo unico della finanza*, t. II, Milanofiori Assago, 2012.

RESCIGNO M., *Note sulle "regole" dell'impresa "sostenibile": dall'informazione non finanziaria all'informativa sulla sostenibilità*, in M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA, Governance *e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, t. I, Torino, Giappichelli, 2022.

RESCIGNO M., *Società quotate, successo sostenibile e dichiarazioni non finanziarie*, in P. MONTALENTI, M. NOTARI (a cura di), *Banche, contratti di finanziamento alle imprese e sostenibilità*, Atti del Convegno, Courmayeur, 15-16 dicembre 2023, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2024.

RESCIGNO P., *Persona e comunità. Saggi di diritto privato*, Bologna, Il Mulino, 1966.

RESTA G., ZOPPINI A., *Le opportunità offerte dalle innovazioni tecnologiche nell'ambito del diritto delle società quotate: profili introduttivi*, in AA.VV., *Gli sviluppi tecnologici del diritto societario*, Quaderni giuridici Consob, n. 23/2022.

RICCHETTI C., Say on climate, *dall'attivismo all'obbligo: nuovi doveri degli amministratori*, in *Riv. dott. comm.*, 2023, pp. 91 ss.

RICCI P., *L'articolo 41 della Costituzione Italiana e la responsabilità sociale d'impresa*, in *Riv. it. rag. econ. az.*, 2010, pp. 142 ss.

RIGANTI F., *La nuova direttiva sui diritti degli azionisti: alcune riflessioni introduttive*, in *Nuove leggi civili*, 2018, pp. 772 ss.

RIMINI E., *I valori della solidarietà sociale nelle dichiarazioni non finanziarie*, in *Analisi giur. econ.*, 2018, pp. 187 ss.

RIMINI E., *Sostenibilità e nuova* governance *delle imprese azionarie nel diritto interno e comunitario tra realtà, criticità e prospettive*, in *Giur. comm.*, 2024, I, p. 285 ss.

RINGE W.-G., *Stewardship and Shareholder Engagement in Germany*, in *European Business Organization Law Review*, 2021, pp. 87 ss.

ROE M.J., *Corporate short-termism*, in J.N. GORDON, W.-G. RINGE (a cura di), *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford, Oxford University Press, 2018.

ROLLI R., *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità*, Bologna, Il Mulino, 2020.

RONDINONE N., *I principi della L. n. 366/2001 in tema di composizione e competenze nell'organo amministrativo delle s.p.a.*, in *Società*, 2002, pp. 414 ss.

ROSE P., *Robovoting and Proxy Vote Disclosure*, 26 novembre 2019, pp. 3 ss., in www.ssrn.com.

ROSSI G., *La riforma del diritto societario nel quadro comunitario e internazionale*, in AA. VV., *La riforma del diritto societario*, Milano, Giuffrè, 2003.

ROSSI G., *Le c.d. regole di «* corporate governance *» sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?*, in *Riv. soc.*, 2001, pp. 6 ss.

ROSSI S., *I codici etici di impresa*, in P. MONTALENTI, M. NOTARI (a cura di), *La nuova società quotata: tutela degli* stakeholders*, sostenibilità e nuova* governance, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022.

ROSSI S., *Il diritto della* Corporate Social Responsibility, in *Rivista ODC*, 2021, pp. 100 ss.

RUSSO R., *Commento all'art. 123*-bis, in V. CALANDRA BUONAURA (a cura di), *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, Milano, Cedam, 2020.

SACCHI R., *L'informazione nella e per la assemblea delle società quotate*, in *Analisi giur. econ.*, 2013, pp. 101 ss.

SACCHI R., *La capacità propulsiva della s.p.a. quotata è andata esaurendosi?*, in *Rivista ODC*, 2021, pp. 581 ss.

SACCO GINEVRI A., *Divagazioni su* corporate governance *e sostenibilità*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2021, I, pp. 83 ss.

SANDRELLI G., *Il dialogo degli amministratori con gli azionisti dopo il codice di corporate governance*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, pp. 695 ss.

SANDULLI M., *sub* art. 2380-*bis*, in M. SANDULLI, V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società. Amministrazione controllo e bilancio nella riforma delle s.p.a. Artt. 2380-2435*-bis *cod. civ.*, Torino, Giappichelli, 2003.

SANFILIPPO P.M., *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, Torino, Giappichelli, 2000.

SANFILIPPO P.M., *Riforma delle società e interpreti in controtendenza: il caso della delega amministrativa "obbligatoria"*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, I, pp. 329 ss.

SANTONI A., *Partecipazione per conto altrui e società quotate*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022.

SCHNEIDER G., *L'interesse sociale nelle società digitali: dalla* corporate social responsibility *alla* corporate digital responsibility, in M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA, Governance *e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, t. I, Torino, Giappichelli, 2022.

SCHIUMA L., *Controllo, governo e partecipazione al capitale*, Padova, Cedam, 1997.

SCIARRONE ALIBRANDI A., *Voto assembleare e fattori ESG*, In AA.VV., *La S.P.A. nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica*, Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2023, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, t. II , 2024.

SCIPIONE L., *Il* golden power *come strumento attivo per una politica industriale "sostenibile"*, in *Giur. comm.*, 2024, I, p. 852.

SCIUTO M., *Il ruolo dell'assemblea dei soci nel tipo s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2018, I, pp. 337 ss.

SCOTTI A., *I codici di condotta tra mercato, impresa e contratto*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2019

SCOTTON M., *Elementi ESG nella governance delle imprese: evoluzione nell'approccio dell'Unione*, in *Il Societario*, 11 luglio 2022.

SEMINARA S., Disclose or abstain? *La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di* insider trading: *riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, pp. 331 ss.

SFAMENI P., *sub* art. 114, in P. MARCHETTI, L. A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza. Commentario*, t. I, Milano, Giuffrè, 1999.

SONNATI S., *La trasparenza e la sostenibilità della retribuzione dei top manager tra diritto finanziario,* corporate governance *e profili giuslavoristici*, in *Dir. relaz. ind.*, 2023, pp. 718 ss.

SPADA P., SCIUTO M., *Il tipo della società per azioni*, in G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, t. I, Torino, Utet, 2004.

STAAKE M., *Ungeschriebene Hauptversammlungskompentenzen in börsennotierten und nicht börsennotierten Aktiengesellschaften*, Köln, Carl Heymanns, 2009.

STABILINI A., *La futura direttiva sulla* corporate sustainability due diligence. *Profili di diritto societario,* in *Diritti umani e diritto internazionale*, 2023, pp. 733 ss.

STAGNO D'ALCONTRES A., *Informazione dei soci e tutela degli azionisti di minoranza nelle società quotate*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, I, pp. 314 ss.

STANZIONE D., *Liquidazione dell'attivo e interessi degli* stakeholders, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2023.

STELLA RICHTER JR. M., *Autonomia statutaria, procedimento deliberativo e potere di voto: divagazioni a margine di un libro recente*, in *Giur. comm.*, 2018, pp. 352 ss.

STELLA RICHTER JR. M., Corporate Sustainability Due Diligence: *noterelle semiserie su problemi serissimi*, in *Riv. soc.*, 2022, pp. 714 ss.

STELLA RICHTER JR. M., *Governo e organizzazione delle società di gestione del risparmio*, in *Riv. soc.*, 2016, pp. 104 ss.

STELLA RICHTER JR. M., *Il "successo sostenibile" del Codice di corporate governance. Prove tecniche di attuazione*, 5 febbraio 2021, in *dirittobancario.it*.

STELLA RICHTER JR. M., *In principio sono sempre le funzioni*, in *Riv. soc.*, 2019, pp. 20 ss.

STELLA RICHTER JR. M., *La collegialità nelle società di capitali al tempo della pandemia*, 12 maggio 2020, in *Giustizia Civile.com*, pp. 1 ss.

STELLA RICHTER JR. M., Long-Termism, in *Riv. soc.*, 2021, pp. 34 ss.

STELLA RICHTER JR. M., *Profili attuali dell'amministrazione delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2021, pp. 416 ss.

STERNBERG E., *The defects of Stakeholder Theory*, in *Corporate Governance: An International Review*, 1997, pp. 3 ss.

STRAMPELLI G., Engagement *degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti,* in *Banca borsa tit. cred.,* 2018, I, pp. 393 ss.

STRAMPELLI G., *ESG,* disclosure *di sostenibilità e* stewardship *degli investitori istituzionali,* in *Riv. soc.*, 2023, pp. 828 ss.

STRAMPELLI G., *I dialoghi tra amministratori e investitori istituzionali*, in U. TOMBARI (a cura di), *Informazione societaria e* corporate governance *nella società quotata*, Torino, Giappichelli, 2018.

STRAMPELLI G., *L'informazione non finanziaria tra narrazione e misurazione delle politiche di sostenibilità*, in P. MONTALENTI, M. NOTARI (a cura di), *La nuova società quotata: tutela degli* stakeholders*, sostenibilità e nuova* governance, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022.

STRAMPELLI G., *L'informazione societaria a quindici anni dal t.u.f.: profili evolutivi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2014, pp. 991 ss.

STRAMPELLI G., *La strategia dell'Unione europea per il capitalismo sostenibile: l'oscillazione del pendolo tra amministratori, soci e* stakeholders, in Riv. soc., 2021, pp. 365 ss.

STRAMPELLI G., Soft law *e fattori ESG: dai codici di* corporate governance *alle* corporate *e* index guidelines, in *Riv. soc.,* 2021, pp. 1100 ss.

STRAMPELLI G., *Sostenibilità e* corporate governance *nel nuovo contesto geopolitico*, in *Riv. soc.*, 2023, pp. 828 ss.

SUDIERO F., *Il contributo della sostenibilità ad una teoria dell'interesse legittimo di diritto societario*, in *ODCC*, pp. 81 ss.

TEDESCHI C., *La direttiva Shareholder Rights II e il nuovo ruolo degli investitori istituzionali nelle società per azioni quotate: dall'attivismo all'engagement nella prospettiva di efficienza e di continuità dell'impresa,* in *Riv. dir. comm.*, 2020, pp. 557 ss.

TEDESCHI C., *"Potere e orientamento" dei soci nelle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2005.

THOMAS R.S., VAN DER ELST C., *Say on Pay around the World*, in *Washington University Law Review*, vol. 93, 2015, pp. 658 ss.

TOLA M., *Opa e tutela delle minoranze*, Napoli, Jovene, 2008.

TOMBARI U., Corporate purpose *e diritto societario: dalla "supremazia degli interessi dei soci" alla libertà di scelta dello "scopo sociale"?*, in *Riv. soc.*, 2021, pp. 1 ss.

TOMBARI U., Corporate Social Responsibility (CSR), Environmental Social Governance (ESG) *e "scopo della società"*, in P. MONTALENTI, M. NOTARI (a cura di), *La nuova società quotata: tutela degli* stakeholders, *sostenibilità e nuova* governance, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022.

TOMBARI U., *Disciplina del gruppo di imprese e riflessi sulle procedure concorsuali*, in *Fallimento*, 2004, pp. 1164 ss.

TOMBARI U., *Diritto dei gruppi di imprese*, Milano, Giuffrè, 2010.

TOMBARI U., *La Proposta di Direttiva sulla* Corporate Due Diligence *e sulla* Corporate Accountability*: prove (incerte) di un "capitalismo sostenibile"*, in *Riv. soc.*, 2021, pp. 375 ss.

TOMBARI U., *L'organo amministrativo di S.p.A tra "interessi dei soci" ed "altri interessi"*, in *Riv. soc.*, 2018, pp. 20 ss.

TOMBARI U., *Le nuove prospettive dell'"informazione societaria": il dialogo tra organo amministrativo e soci al di fuori del contesto assembleare*, in U. TOMBARI (a cura di), *Informazione societaria e* corporate governance *nella società quotata*, Torino, Giappichelli, 2018.

TOMBARI U., *Problemi in tema di alienazione della partecipazione azionaria e attività di* due diligence, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, pp. 65 ss.

TONOLETTI B., *I cambiamenti climatici come problema di diritto pubblico universale*, in *Riv. giur. ambiente*, 2021, pp. 37 ss.

TRIPODI A.F., *Fasi del procedimento penale e obblighi di comunicazioni al pubblico* ex *art. 114 t.u.f.*, in *Giur. comm.*, 2010, pp. 315 ss.

TROVATORE G., *Sull'*enforcement *degli obblighi di sostenibilità nel mercato finanziario*, in *Giur. comm.*, 2024, I, p. 616 ss.

TUCCI A., *Gestione dell'impresa sociale e "supervisione" degli azionisti. L'esperienza italiana a confronto con la disciplina delle* public companies *americane*, Milano, Giuffrè, 2003.

TUCCI A., *Il ruolo dei soci e i patti parasociali*, in *Analisi giur. econ.*, 2007, pp. 445 ss.

TUCCI A., *Le deleghe di voto nelle* public companies *statunitensi*, in *Dir. comm. internaz.*, 1998, pp. 385 ss.

TUCCI A., *Modifiche del diritto societario e nuove forme di tutela delle minoranze*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *La nuova legge sul risparmio. Profili societari, assetti istituzionali e tutela degli investitori*, Padova, Cedam, 2006.

URBANI F., *Rassegna dei principali interventi legislativi, istituzionali e di policy a livello europeo in ambito societario, bancario e dei mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 2021, pp. 904 ss.

VALENSISE P., BUI I., *Il recepimento della SHRD 2 ad opera del D.Lgs. n. 49/2019: prime considerazioni in attesa dell'intervento attuativo della Consob*, in *dirittobancario.it*, 2019.

VAN DER ELST C., VERMEULEN E.P.M., *Europe's Corporate Governance Green Paper: Do Institutional Investors Matter?*, 2011, in *www.ssrn.com*.

VARI F., *La novella degli artt. 9 e 41 cost.: spunti sistematici tra protezione dell'ambiente e limiti alla revisione costituzionale*, in *www.ambientediritto.it*, 2023.

VELLA F., *Azionisti e* stakeholder: *la torta può crescere per tutti*, in *lavoce.info*, 7 aprile 2021.

VELLA F., *L'impresa e il lavoro: vecchi e nuovi paradigmi della partecipazione*, in *Giur. comm.*, 2013, I, pp. 1120 ss.

VENTORUZZO M., *Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Development*, in *European Company And Financial Law Review*, 2014, pp. 554 ss.

VENTORUZZO M., *Dal* market sounding *all'*insider trading, in *lavoce.info*, 15 aprile 2016.

VENTORUZZO M., *Il nuovo codice di Corporate Governance 2020: le principali novità*, in *Società*, 2020, pp. 439 ss.

VENTORUZZO M., *Note minime sulla responsabilità civile nel progetto di direttiva* Due Diligence, in *Riv. soc.*, 2021, pp. 380 ss.

VENTORUZZO M., *Osservazioni sulle conseguenze applicative dell'adozione di clausole statutarie (e di autodisciplina) sul "successo sostenibile"*, in *Riv. soc.*, 2024, pp. 129 ss.

VENTORUZZO M., *sub* art. 92, in P. MARCHETTI, L. A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza. Commentario*, t. I, Milano, Giuffrè, 1999.

VENTORUZZO M., *Troppa responsabilità per l'impresa*, in *lavoce.info,* 2 aprile 2021.

VENTORUZZO M., *Uno sguardo d'insieme alla CS3D: riflessioni preliminari sulla tecnica normativa*, in *Riv. soc.*, 2024, pp. 447 ss.

VITALI M.L., MIRAMONDI M., *La remunerazione degli amministratori di società quotate tra equilibrio degli interessi in gioco e assetti proprietari concentrati*, 1 aprile 20214, in *dirittobancario.it*.

VIVIANI A., *Il principio di maggioranza e l'esclusione dell'unico accomandatario di s.a.s.*, in *Giur. comm.*, 2011, II, pp. 790 ss.

WILSING H.U., *Die Rolle der institutionellen Investoren, der Proxy Advisors und die der Aktionäre*, in *ZGR*, 2012, p. 291 ss.

ZANARDO A., *Il criterio della diligenza nell'esercizio dell'attività di amministrazione di s.p.a.: considerazioni generali e "declinazioni" applicative*, in G. MERUZZI, G. TANTINI (a cura di), *Le clausole generali nel diritto societario*, Padova, Cedam, 2011.

ZATTONI A., *Corporate governance*, Milano, Egea, 2015.

ZOPPINI A., *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 e* corporate governance *nella società quotata*, Torino, Giappichelli, 2018.

INDICE DELLA GIURISPRUDENZA

Corte di Giustizia (UE), 11 marzo 2015, Jean-Bernard Lafonta c. AMF, Caso C-628/13, in *www.eur-lex.europa.eu*.

Corte di Giustizia (UE), 22 novembre 2005, Knud Grøngaard c. Allan Bang, Caso 384/02, in *www.eur-lex.europa.eu*.

Corte di Giustizia (UE), 28 giugno 2012, Markus Geltl c. Daimler AG, Caso 19/11, in *www.eur-lex.europa.eu*.

Corte di Giustizia (UE), 23 dicembre 2009, Spector Photo Group NV c. CBFA, Caso 45/08, par. 49, in *www.eur-lex.europa.eu*.

Corte di Giustizia (UE), 28 giugno 2012, Markus Geltl c. Daimler AG, Caso 19/11, in *www.eur-lex.europa.eu*.

Court of Chancery of the State of Delaware, In re PLX Tech. Stockholders Litigation, Cons. C.A. No. 9880-VCL – July 18, 2018 – October 16, 2018 – Laster (Vice-Chancellor), in *Riv. dir. soc.*, 2020, III, pp. 207 ss.

Supreme Court of Michigan, *Dodge v. Ford Motor Co.*, 204 Mich. 459, 170 N.W. 668 (1919), in *www.law.justia.com*.