

Assemblee

15 Novembre 2024

Iniziamo ad esaminare un tema che tra tutti quelli che effettivamente andremo ad esaminare nel corso di queste lezioni è sicuramente quello che da un certo punto di vista presenta maggiori spazi di controvertibilità, cioè quello relativo al ruolo dell'Assemblea nelle società quotate. Per comprendere un po' questo tema bisogna fare alcune considerazioni di carattere generale che servono a inquadrare le vicende delle società codate. nel contesto più generale della evoluzione del diritto commerciale, del diritto societario nel suo complesso. Perché naturalmente è ovvio che le società quotate rappresentano un settore, un segmento con delle regole in parte autonome e sicuramente più articolate e strutturate rispetto alle altre società, ma è altrettanto vero che, come abbiamo detto più volte, siccome le società quotate non sono un segmento separato, non sono un tipo separato rispetto alle altre società, sono poi comunque da ricondurre alla disciplina tradizionale, alla disciplina codicistica delle società per azioni. Qual è il problema? Il problema è che quantomeno negli ultimi vent'anni è stato in corso, ed è tuttora secondo me in parte in corso, un dibattito circa il ruolo dell'Assemblea in relazione all'attività economica, quindi all'attività d'impresa della società. Perché questo? Perché naturalmente se c'è un organo delle società che sicuramente ha subito un cambiamento nel senso di una perdita di rilevanza nel contesto complessivo dell'organizzazione, dell'equilibrio tra gli organi della società per azioni, sicuramente questo è l'assemblea. perché è passato dall'essere nella fase storica o comunque nella fase originaria, iniziale dello sviluppo e dell'utilizzo delle società per azioni come l'organo centrale ad essere sicuramente oggi un elemento non più così pervasivo delle scelte, delle decisioni in ordine allo svolgimento dell'attività d'impresa. Questo fatto non deve sconvolgere per tante motivazioni. La prima è che comunque anche storicamente se uno va a vedere le indagini storiche intorno al ruolo dell'Assemblea, in generale intorno alla propulsione decisionale delle società per azioni, anche in tempi molto risalenti, parlo dal 600 in poi, dalle prime esempi, si rende conto che in realtà forse questa idea che l'Assemblea abbia avuto o possa aver avuto nel corso del tempo un ruolo così pervasivo, forse è un pochettino sovrastimato, in realtà soprattutto gli studi relativi alle società operazioni di stampo landese dimostrano che comunque c'è sempre stata una prevalenza, una primazia, chiamatela come voi preferite, dell'organo amministrativo sull'Assemblea. Quindi non è vero come si cerca di far credere o come diciamo l'interpretazione, la visione storica del problema cerca.

Di.

Dimostrare che in realtà l'assemblea per esempio nell'Ottocento era questo organo così importante, così strutturale nella vita di quelle poche società per azioni che c'erano a quel tempo. probabilmente, forse una visione un po' più contestualizzata, dimostrerebbe che in realtà anche in quel momento, sicuramente l'Assemblea aveva una certa importanza, maggiore forse di quella che potrebbe avere oggi, ma sicuramente non era poi quest'ordono

decisionale così centrale nella vita della società. E così, un pochetto, questo concetto è sempre rimasto un pochetto latente nella visione degli studiosi, soprattutto degli studiosi di diritto commerciale, altrimenti non si capirebbe perché dopo la riforma del 2003 si è aperto un dibattito che poi in parte è andato scemando, ma che per alcuni anni ha avuto un rilievo notevole circa quelle che sono le decisioni centrali nell'ambito della vita delle società per azioni e quant'altro, tendendo a dimostrare che esistesse e forse probabilmente da questo punto di vista l'intento era anche giustificabile, anche ragionevole che ci fossero delle decisioni così centrali nella vita della società per azioni che inevitabilmente dovevano essere assunte dagli azionisti, quindi con riferimento al trasferimento dell'azienda oppure altri fenomeni così strutturali della vita societaria, questi non potevano essere azionati dagli amministratori, cheppur, questo era poi il punto di svolta di tutta la questione, erano diventati dopo la riforma del 2003 i veri attori della gestione della società, la riformulazione dell'articolo 2380 bis e la centralità del ruolo degli amministratori avevano indotto, avevano suggerito di ritenere che fosse venuta meno una funzione gestoria dell'assemblea da qui, il dibattito intorno al fatto che invece questa funzione gestoria continuava a persistere e che quindi era opportuno, anzi andavano individuati che cosa l'Assemblea avesse tuttora, diciamo, al di là della formulazione legislativa delle norme sull'Assemblea, fosse stato conservato come ruolo, diciamo, strutturale. Quindi, diciamo, problema della centralità dell'Assemblea nella vita societaria. Qui il problema acquisisce un rilievo diversificato a mio avviso e forse per questo andrebbe forse trattato in maniera un po' differenziato in funzione dei singoli ordinamenti dove viene sviluppato. Per quale motivo? Sicuramente esiste nel dibattito americano da parte di una corrente anche molto molto autorevole di studiosi del diritto societario il tentativo, in parte anche giustificato e anche efficace dal punto di vista argomentativo, di rafforzare il ruolo degli azionisti nel contesto della gestione delle società quotate americane. Ma questa posizione che essenzialmente può essere ricondotta a questo studioso, come figura centrale a questo studioso che insegna ad Harvard, che si chiama Berkshuk, è essenzialmente giustificata da una ragione che non è banale e cioè il fatto che negli Stati Uniti a causa del fatto che la maggior parte delle società quotate non ha un azionista di controllo, è chiaro che c'è sempre stata e comunque continua ad esserci una significativa predominanza degli amministratori, da qui il tentativo che appunto per questo trova giustificazione di dire no. Sì, gli amministratori hanno un ruolo centrale sicuramente nella gestione della società, ma bisogna ritrovare, bisogna rindividuare una funzione pregnante per gli azionisti. Da qui poi tutta una serie di ricadute che adesso non stiamo qua a poter esaminare, perché magari molte di queste non sono poi riconducibili espressamente al tema dell'Assemblea, ma sicuramente sono collegate al tema dell'Assemblea, cioè al ruolo degli investitori istituzionali, il ruolo dei fondi, degli index fund all'interno dell'Assemblea e così via. Perché rappresentano in cascano tutte le proiezioni di questo tema, del ruolo, del rapporto che c'è tra azionisti e amministratori. Proprio perché questa corrente di studiosi cerca di contrastare invece l'impostazione che hanno altri e hanno molti dei operatori pratici.

Che.

Si occupano del diritto delle società quotate negli Stati Uniti, di dare un grande rilievo agli

amministratori rispetto agli azionisti. Ci sono anche delle motivazioni, se volete, di questo ragionamento, perché per esempio per il ceto professionale americano è ovvio che il lavoro proviene dagli amministratori o solo dagli azionisti per quanto riguarda il contenzioso dei derivative suite, ma da questo punto di vista il lavoro più consistente generato dalle società quotate deriva dagli amministratori, da qui anche l'interesse che ha molto del centro professionale è a garantire una posizione forte degli amministratori all'interno della società. Ha detto questo, quello che è importante riassumere e segnalare è che coloro i quali negli Stati Uniti cercano di sovrappesare o comunque di dare un particolare significato al ruolo degli azionisti e quindi da ciò anche al ruolo dell'Assemblea, sono quegli autori che appunto lo vedono come un elemento di contrapposizione, di controbilanciamento rispetto a uno strapotere che effettivamente per tanto tempo c'è stato negli Stati Uniti da parte degli amministratori della società e il tentativo che sicuramente di questi amministratori che è un po' latente nel sistema americano di cercare di perpetuare se stessi anche a danno della posizione degli azionisti. Poi da qui si potrebbero fare tanti ragionamenti sul perché, il ruolo, l'importanza del tema della remunerazione, l'importanza del ruolo dei meccanismi elettivi e così via, perché sono tutti fenomeni che toccano questa posizione che negli Stati Uniti c'è per gli amministratori. La stessa cosa non è altrettanto trasponibile in Italia. Perché non è trasponibile? Perché in Italia, in realtà, o comunque in Europa in generale, ma in Italia significativamente, quasi tutte le società hanno un soggetto controllante. Quindi cercare di riattribuire o andare a cercare un ruolo dell'assemblea così pregnante in realtà è una foglia di fico rispetto al fatto che il ruolo, il peso dell'azionista c'è perché è in grado di esprimere sostanzialmente la maggioranza degli amministratori dentro la società, quindi non è vero che l'azionista bisogna andare a cercare un ruolo dell'Assemblea o bisogna stigmatizzare o rafforzare il ruolo dell'Assemblea, perché il ruolo dell'Assemblea si rafforza da se stesso, in reazione al fatto che l'azionista di controllo, dominando l'Assemblea e essendo in grado di nominare la maggior parte degli amministratori, già oggi esprime un potere forse molto maggiore di quello che noi possiamo andare a individuare in altri ordinamenti, quindi non c'è bisogno, comunque non è una necessità così spinta quella di andare a individuare una funzione, un ruolo specifico dell'Assemblea, anche perché il coinvolgimento che le minoranze azionarie possono avere e che per molti anni ha rappresentato sicuramente una ragione fondamentale di lettura del corpus delle norme di diritto societario, quello è il rapporto tra maggioranza e minoranza, oggi non ha più questa funzione strutturale per una ragione molto semplice che siccome il ruolo di investimento diretto da parte degli azionisti nelle società quotate anche in Italia tende a ridursi a favore dei gestori del risparmio e così via, è evidente che anche qui il ruolo dell'azionista e del rapporto tra maggioranza e minoranza si sposta in un quadro, in una dimensione che è più una dimensione di carattere finanziario o di gestione degli attivi, quindi del ruolo che possono avere questi investitori con queste caratteristiche particolari di cui abbiamo parlato le ultime volte nella loro funzione, nel loro ruolo di contraltare la maggioranza perché grazie alla loro capacità di coalizione sono in grado poi di partecipare alla presentazione delle liste e quindi sono anche gli attori principali nell'elezione degli amministratori che rappresentano le minoranze azionari nella consilia di amministrazione. E quindi da questo punto di vista oggi la rappresentanza delle minoranze nei consigli non deriva dall'azionariato diffuso e anche in qualche maniera disperso, quanto

invece da questi soggetti, da questi operatori professionali del risparmio, i quali sono in grado di esprimere anche in maniera strutturata quello che è la capacità, la rappresentanza di questi interessi all'interno dei consigli. Io sarei un pochettino, per ritornare all'inizio di questo ragionamento, sarei, non dico cauto, ma sicuramente molto attento nel dire come si fa nella letteratura giuridica, lo stesso manuale che io adotto fa un po' questa considerazione, sul mantenimento della centralità dell'Assemblea delle società, perché da un lato questa centralità, come dicevo prima, non c'è mai stata perché fosse la priorità stata sull'organo amministrativo, ma dall'altro lato perché, intesa come vuole essere intesa, Questa centralità dell'Assemblea è un pochettino sprecata, nel senso che la centralità è in realtà del socio di controllo, il quale ha la capacità di gestire il funzionamento dell'Assemblea e quindi di poter realizzare quella capacità di influenza prioritariamente si attua attraverso la capacità di nominare gli amministratori della società. Invece quello che non va dimenticato e anzi forse che sta acquisendo sempre maggiore importanza Non è tanto la capacità dell'Assemblea di svolgere una funzione decisoria e quindi di imprimere alla vita societaria principi o indirizzi particolarmente strutturati che non siano ovviamente quelli, come dicevo prima, della nomina degli amministratori che poi in realtà è la funzione primaria dell'Assemblea. Quanto tutta una serie di decisioni.

O.

Meglio di deliberazioni, che potrebbero anche non avere contenuto decisorio, cioè in altri termini che non si rappresentano, non si sostanziano poi dopo in una deliberazione vincolante, che tuttavia hanno una grande capacità di influenzare anche da un punto di vista reputazionale il comportamento della società e degli amministratori. Questo novero di deliberazione di carattere consultivo ha un fenomeno di rappresentatività particolarmente significativa rappresentato dalla deliberazione, quella che viene chiamata deliberazione say on pay, relativa alle delibere che approvano o che comunque orientano la politica di remunerazione degli amministratori dentro la società. però non si eserviscono in questo. Magari nel nostro ordinamento il tema non è così rafforzato come in altri ordinamenti, però per esempio in Inghilterra e anche negli Stati Uniti le assemblee della società sono chiamate a esprimere moltissime deliberazioni di carattere consultivo che però pur non creando dei vincoli specifici, sono in grado di indirizzare in maniera abbastanza strutturata, abbastanza cogente quello che è poi il comportamento degli amministratori o quantomeno una serie di cose che gli amministratori devono fare per poter poi essere compliant con queste deliberazioni di carattere costitutivo. Pensate in questi ultimi anni a tutte le delibere che sono state fatte, cioè a tutti i tentativi di deliberare dei vincoli agli amministratori negli Stati Uniti in relazioni alle politiche di genere, alle politiche ambientali, alle tematiche ISG, ci sono tutta una serie di constituency che hanno tentato e in alcuni casi sono riusciti a far sì che le assemblee anche di società di grandissime dimensioni deliberassero in ordine a questi temi. e anzi addirittura in tempi recenti c'è stata proprio addirittura una reazione anche molto forte da parte delle stesse società che hanno tentato e in cui i casi hanno riuscito a bloccare appunto queste richieste di mettere all'ordine del giorno delibere su questo tipo di argomenti. Un caso molto recente, molto importante è il caso Laexon che è riuscita a bloccare, diciamo

sostanzialmente per fare in modo che queste proposte di delibere siano portate in Assemblea, si fa una richiesta alla società e poi se la società rifiuta di metterle all'ordine del giorno si può rivolgere alla SEC americana la quale poi dopo decide se certe deliberazioni possono essere portate in deliberazione più o meno.

Ma.

Nel caso specifico a cui alludevo da ultimo, Exxon è proprio andato in giudizio per bloccare il tentativo da parte di un fondo attivista di introdurre politiche ambientali all'interno di questa società petrolifera, che chiaramente è la destinataria naturale di questo tipo di azione da parte degli investitori. Cosa devo ripetere? quella mi dice se ha capito. Quello è successo che sostanzialmente, questo chiaramente più negli Stati Uniti che in Italia, anche in Italia ma non con questa enfasi, perché è ovvio che in tutto il mondo queste tematiche ambientali di genere hanno un ruolo, è un dibattito che esiste al di fuori delle società per azioni e quindi si riflette anche nelle società per azioni. però che cosa è successo è che sostanzialmente molti di questi soggetti che avevano, che hanno interessi o che portano avanti la protezione di interessi nel settore ISG oppure nel settore delle politiche di genere o anche in quella che viene chiamata, forse anche con un'espressione un po' dispregiativa, woke culture, cioè questa cultura del risveglio, Che cosa hanno fatto e che cosa tuttora fanno? Perché poi questa cosa periodicamente si verifica ogni anno quando ci sono i periodi assembleari, che sostanzialmente sono il periodo che va da marzo a maggio di ciascun anno. chiedevano di calendarizzare, di portare in deliberazione proposte relative a questo tipo di politica. Adesso non entro nel merito se erano la deliberare, richiedere alla società di fare determinate cose per rendere effettiva una certo tipo di politica o piuttosto che un'altra cosa. spesso riguardavano, per esempio negli Stati Uniti, questo tipo di proposte delibere, riguarda spesso la richiesta al comitato di audit interno, all'audit committee, di fare un'indagine per verificare se la retribuzione dei dipendenti donne a che livello è rispetto agli uomini. Sono in realtà tutta una serie di attività di intervento, di esame di politica interna della società per riorientarla da qualche altra parte. Allora queste istanze avevano e danno due tipi di contrasto all'interno delle assemblee. Uno che è operato addirittura da soggetti portatori di interessi di carattere esattamente opposto, per cui ci sono altrettanti soggetti negli Stati Uniti che non vogliono questo tipo di politica, per cui cercano di contrastare le politiche di genere, cercano di contrastare le politiche ambientaliste, soprattutto con riferimento a quelle società che più sono esposte di fronte a questo rischio. Prima fra tutte le società energetiche che si occupano di energia. Però questo stesso comportamento è stato utilizzato da parte degli amministratori per impedire ad alcuni gruppi di azionisti di far calendarezzare decisioni di questo genere. Quindi si è avviato tutto un processo attorno a queste deliberazioni di carattere consultivo, perché non è che sono in grado di orientare la politica, non è che decidono in ordine a come si gestisce la società, quindi non hanno una valenza gestionale, però hanno una valenza, per usare un'espressione un po' generica, politica, di impegnare la società in un tipo di orientamento, nel perseguimento di interessi o comunque nel supportare degli interessi non necessariamente economici che rientrano nel più generale concetto di stakeholderism, cioè di protezione di interessi diffusi diversi dalla semplice massimizzazione

del risultato economico dell'attività. Quindi c'è tutto un processo dentro l'assemblea, intorno a queste tipologie di delibere che appunto hanno un contenuto consultivo o di orientamento delle politiche interne della società, che ha un peso invece notevole, forse addirittura quasi maggiore del peso che noi attribuiremmo o che vorremmo attribuire all'Assemblea come organo decisionale di orientamento della vera e propria politica gestoria della società che invece è sempre più spesso e sempre più in maniera più sostanziale governata dagli amministratori. C'è questa paradossale divaricazione, da un lato forse l'Assemblea come luogo decisionale delle decisioni gestionali sta perdendo sempre più peso, però invece ne sta acquistando per tutto quello che riguarda una serie di decisioni o comunque di delibere anche a contenuto non decisionale che però sono in grado di influenzare determinate scelte o orientamenti della società in settori che in un certo senso sono marginali perché non riguardano la gestione quotidiana oppure le scelte di gestione della società, ma che si riflettono nel contesto, diciamo nell'avanzamento di una serie di problematiche relative alla società. Quindi questo è il punto fondamentale. Quindi come se la società, non la società ma l'assemblea acquisisse un ruolo un pochettino affiancasse al ruolo tradizionale degli ulteriori ruoli che però nel corso del tempo hanno acquisito un notevole peso. Appunto, secondo me, quello più significativo, dove è più semplice fare questo ragionamento è proprio sulle delibere relative alla remunerazione degli amministratori. In Italia, ed è un'eccezione a livello mondiale, l'Assemblea si deve pronunciare sulla determinazione del complesso complessivo del Consiglio di Amministrazione. All'estero questo non accade perché è sempre il Consiglio che decide in ordine alla remunerazione degli amministratori. queste necessità di far approvare con voto consultivo dall'Assemblea scelte di politica sulla remunerazione degli amministratori è per esempio sicuramente una vicenda molto interessante perché pur non avendo queste delibere la capacità di bloccare gli amministratori nelle loro scelte intorno alle remunerazioni però hanno un grande effetto rappresentativo, hanno una componente reputazionale. Quando Shell, alcuni anni fa, negò l'approvazione alla politica di remunerazione di quella società, comunque questa cosa finì su tutti i giornali, una dimostrazione che il tema aveva un notevole peso. questo in particolare poi ha un notevole peso, però questo è un po' la questione, tanto per sintetizzare il ragionamento, meno peso sulle scelte gestionali dirette, più peso su una serie di delibere a carattere consultivo che però hanno una grande importanza dal punto di vista reputazionale, che poi questo si rifletta in temi di politica di genere, in temi di politica diciamo sulle remunerazioni, oppure in temi di contrasto alle politiche di genere e così via, questo è un'altra questione, però sicuramente questo è il novero dei ruoli che l'Assemblea in qualche maniera cercherà. tende ad acquisire a fronte della perdita invece di significato e di ruolo, per le ragioni che ho cercato di esporre prima, dell'Assemblea come ruolo, come luogo decisionale. Quello che a me sembra centrale è che sempre più il ruolo decisionale sia svolto dagli amministratori e questo ormai anche in Italia si è incito normativamente. Però questa perdita di significato dell'assemblea come luogo decisionale in realtà è un pseudo problema perché nei paesi dove esiste un soggetto, o comunque la più gran parte delle società hanno un controllo isolato e quindi hanno un azionista di maggioranza, la forza dell'azionista di maggioranza non si esprime nella delibera assembleare ma nella sua capacità di condizionarne ad esterno le scelte degli amministratori che lui stesso individua. Quindi è totalmente diverso questo ruolo. Poi anche gli stessi

azionisti in minoranza, come dicevo prima, hanno cambiato un pochetto il loro ruolo, perché da essere realtà disperse, molto disaggregate, oggi in qualche maniera trovano un loro consolidamento di interessi attraverso il ruolo che hanno coloro i quali gestiscono il risparmio collettivo e quindi la capacità di coalizzarsi e nominare amministratori di minoranze e quindi in qualche maniera di rafforzare, se vogliamo, il ruolo delle minoranze azionari, da qui tutta la diversa visione nei paesi europei del ruolo dell'Assemblea che si anch'essa perde il significato, o meglio perde peso, ma dall'altro lato lo ritrova, anzi forse lo ritrova rafforzato in altri in altre tipologie di contesto, che sono quelle che io vi descrivevo prima. Fatta questo ordine di considerazione un po' generale, ma secondo me importante un po' per capire il trend di funzionamento dell'organo deliberativo, entriamo un pochetto invece più nella disciplina specifica contenuta nel testo unico in relazione al funzionamento dell'assemblea, che non è una disciplina banale, anche se non è particolarmente affascinante perché è una disciplina di dettaglio operativo, ma che ha un determinato ruolo. Ecco, qua devo fare un'altra considerazione che oggi non tratteremo, ma sicuramente trattiamo nella prossima lezione, che riguarda come le assemblee vengono tenute. Cioè, mi spiego, adesso noi cercheremo di descrivere quello che è la regolamentazione dell'assemblea per come emerge dal TUF, come se l'assemblea si tenesse ancora oggi in maniera fortemente tradizionale, quindi con gli azionisti che vanno fisicamente in assemblea e deliberano. In realtà sempre più si sta affermando il ruolo del cosiddetto rappresentante unico, cioè a causa del Covid e quindi dell'impossibilità di andare fisicamente in assemblea per ragioni pandemiche, si è organizzato un sistema in base al quale c'è un soggetto che rappresenta tutti gli azionisti pur in maniera differenziata per le singole deliberazioni, si presenta in assemblea e vota per tutti. Quindi l'assemblea viene spogliata del suo ruolo anche di momento aggregativo degli azionisti perché gli azionisti non ci vanno più in assemblea. Questa cosa che sembrava essere un pochetto una caratteristica legata al Covid-19 in realtà è diventata strutturale anche dopo il Covid-19 e anzi addirittura nel decreto capitali di cui abbiamo parlato per altre problematiche è stata ancora meglio organizzata. quindi questo poi lo vedremo del rappresentante unico nelle assemblee delle società quotate però questo se vogliamo in qualche maniera diciamo non dico limita però sicuramente fa perdere quel significato all'assemblea di momento di presenza degli azionisti anche se rimangono in vita quelle regole molto di dettaglio che noi vedremo che andremo ad esaminare, ma le quali non sono più applicate in funzione dell'assemblea come momento di presenza unitaria degli azionisti, quanto di funzionamento di un organismo assembleare, collettivo, nel quale le singole istanze, le singole posizioni di voto sono portate avanti in maniera sintetica, nel senso che con un rappresentante unico si va a fare questa operazione senza il dibattito, senza la presenza, il dibattito, tutto quello che rappresenta il momento assembleare per come noi tradizionalmente lo pensavamo, come luogo, come momento nel quale gli azionisti si trovano, si incontrano e in qualche maniera dibattono tra loro le scelte sulle deliberazioni che devono essere assunti. Allora, primo elemento riguarda... tutte le norme che noi adesso andiamo a esaminare hanno una valenza prevalentemente una valenza propriamente procedimentale, cioè servono a regolare quelli che sono i diritti dei vari soggetti coinvolti in assemblea con riferimento all'assemblea della società quotata. Quindi sono regole che nascono come regole procedurali, quindi non esprimono di per sé stesso delle valenze particolari dal punto di vista

del ruolo, della posizione che gli azionisti hanno dentro la società. Tutti questi elementi sono espressi da altre disposizioni, in parte le abbiamo viste, quelle legate alla politica, all'obbligo di rappresentare le scelte di orientamento della posizione di certi azionisti o di gestori di attivi dentro l'Assemblea, quelli sono in altro luogo. Qui ci occupiamo di norme di carattere procedimentali che servono a regolare il funzionamento dell'Assemblea e sulla quale sono stati fatti interventi importanti perché quello che si è voluto portare a decisione, portare a fattor comune quindi a cui dare un ruolo importante sono quegli elementi di trasparenza e possibilità di interagire da parte soprattutto degli azionisti di minor importanza, degli azionisti marginali rispetto agli amministratori, quindi ci sono due funzioni, primo la possibilità di dare una informazione e rendere trasparente il processo di formazione e deliberazione dell'Assemblea. Due, dare la possibilità agli azionisti di minoranza di oltre che poter proporre deliberazione all'Assemblea, ma questo accade meno frequentemente, soprattutto poter proporre domande e chiedere informazioni agli amministratori in relazione all'Assemblea stessa, cioè agli argomenti portati in Assemblea. quella che potremmo dire è l'atto senso, la funzione informativa, la funzione dal lato di trasparenza e dall'altro lato informativa dell'Assemblea. Allora il primo passaggio, il primo momento di passaggio è ovviamente quello relativo alla convocazione dell'assemblea, quindi come si convoca l'assemblea. Qui effettivamente il testo unico ha cambiato un pochettino le cose perché per la prima volta ha creato dei meccanismi di comunicazione dell'evento assembleare diversi da quelli che erano noti o tradizionalmente utilizzati da parte di tutte le società che avevano un sistema molto formale collegato alla pubblicazione dell'avviso di convocazione sulla gazzetta ufficiale, quindi erano strumenti che oggettivamente non davano nessuna trasparenza informativa all'Assemblea. Invece qui con le disposizioni degli articoli.

125

e.

Seguente noi abbiamo una serie di norme che spiegano che cosa si deve fare quando si convoca un'Assemblea. Quindi, primo elemento, la convocazione dell'Assemblea avviene non già attraverso la pubblicazione sulla gazzetta o quant'altro con avvisi di altro genere, ovviamente è impensabile l'avviso diretto perché il numero altissimo degli azionisti impedisce una relazione diretta, ma come dice l'articolo 125 bis, l'assemblea è convocata mediante avviso pubblicato sul sito internet della società e normalmente il regolamento, anzi non normalmente, il regolamento consob in materia di Su questa materia prevede, espressamente, ma anche perché lo cita nello stesso articolo 125 bis, l'obbligo ulteriore di pubblicare sui giornali l'avviso di convocazione. Chi di voi magari è capitato di avere in mano i giornali nel periodo assembleare, si sarà accorto che riportano, anche con una importante foliazione, buona parte degli avvisi di convocazioni delle società principali. Soprattutto questo accade sul sole 24 ore, perché tendenzialmente sono i giornali economici quelli che più di altri hanno questo tipo di annunci. Tra l'altro poi, come voi sapete, nonostante si sia spesso tentato di eliminare questa forma di pubblicazione della Convocazione dell'Assemblea sui giornali, soprattutto per le società di maggiore dimensione, quelle votate sul mercato principale, In realtà non ci siamo mai riusciti perché siccome questi annunci sono molto renditizi per i giornali e quindi la stampa quotidiana cerca di non perderli, di impedire quella

che viene chiamata pubblicità legale, venga sottratta ai giornali perché questo potrebbe portare per loro una riduzione dei ricavi, quindi ci sono anche motivazioni meno commendevoli, meno astratte di quello che si possa pensare dietro questa modalità di pubblicazione. Quello che però è importante secondo me è segnalare, perché che effettivamente è rappresentato un po' una svolta quando è venuto fuori come strumento di convocazione quella appunto della pubblicazione dei giornali prima e del sito internet poi perché in questa maniera appunto si rendeva molto trasparente questo processo che prima non è che fosse nascosto. Però siccome avveniva sulla gazzetta ufficiale che nessuno legge, ovviamente era un po' misterioso. Non c'era un intento di nascondere, però sicuramente non era la cosa più facile da fare. La cosa che voi dovete tenere conto è che nell'ambito della convocazione dell'Assemblea le tempistiche di convocazione hanno un ruolo molto importante. Per quale motivo? Perché in realtà l'avvio della convocazione introduce tutta una serie di tempificazioni legate a una serie di adempimenti o di opportunità o di diritti che gli azionisti possono esercitare, che si graduano nel corso del tempo tra il momento in cui c'è la convocazione e il momento in cui si tiene l'assemblea. Principalmente questa tempistica riguarda tre cose. Uno, la nomina degli amministratori e quindi la presentazione delle liste per l'elezione degli amministratori. Due, la presentazione delle liste per i componenti del collegio sindacale o dell'organo di controllo perché ovviamente per ragioni poi legate, come vedremo, a certe incompatibilità non possono avvenire contestualmente. Terzo punto, perché naturalmente facendo partire questo countdown tra il momento in cui viene convocato e il momento in cui si tiene, E' ovvio che in questo periodo di tempo si esaurisce il diritto che hanno gli azionisti di presentare da un lato proposte proprie e dall'altro lato domande di cui cercano la risposta per gli amministratori. Quindi c'è in questo segmento temporale che si va a nidare l'esercizio di questi diritti. Infatti se voi prendete il secondo comma dell'articolo 125bis, mentre appunto il primo comma ci dà il tempo generale di convocazione, i famosi 30 giorni, come voi sapete per le società non quotate l'avviso di convocazione può essere molto più ridotto, non è così lungo. Il secondo comma ci specifica però che per quanto riguarda le elezioni degli amministratori, cioè nel caso di assemblea convocata per l'elezione mediante voto di lista dei componenti degli ordini di amministrazione, il termine per la pubblicazione dell'avviso è anticipato al quarantesimo giorno. Perché è anticipato al quarantesimo giorno? Perché siccome per eleggere gli amministratori e i componenti del Collegio Sindacale devo fare una verifica circa l'eventuale sussistenza di causa di ineleggibilità, quindi devo disaccoppiare il termine per la presentazione delle liste degli amministratori rispetto alle liste dei collegi sindacali e quindi devo allungare il termine se non sto dentro la tempistica, no? Perché non sto entro i 30 giorni, perché devo presentare prima le liste degli amministratori e poi le liste dei sindaci per verificare che i sindaci non si trovino in compatibilità con gli amministratori. La stessa cosa in senso però opposto, cioè di riduzione del termine di convocazione, è quello relativo alle deliberazioni per la riduzione del capitale sociale e per la messa in liquidazione della società. Perché questo? Perché invece questa delibera siccome è uno carattere di urgenza, perché come voi sapete la norma del codice dice che in caso di perdita io devo convocare senza indugio l'assemblea, impongono un'accelerazione della tempistica rispetto alla tempistica ordinaria. Quindi le assemblee del 2446-47 e 2487 il termine di convocazione è posticipato al ventunesimo giorno precedente

alla data d'assemblea, quindi come voi vedete accelerato. Questo naturalmente ha poi una serie di riflessi perché questa delibera e soprattutto la delibera di riduzione poi deve essere accompagnata da una documentazione particolarmente articolata, soprattutto contabile, quindi ciò poi comunque introduce dei problemi anche dal punto di vista organizzativo non banale. Che cosa c'è dentro l'avviso di convocazione? Cioè che cosa ci deve essere scritto e che cosa deve essere reso noto al pubblico? Qui e in questo cominciamo a vedere la sostanza dei elementi informativi del processo degli adempimenti necessari a convocare l'Assemblea. Quindi l'attuazione di quello che vi dicevo prima. di fare in modo che l'azionista abbia la maggior quantità di informazioni rispetto alle deliberazioni che deve andare ad assumere. Da questo punto di vista devo dire che il nostro sistema, questo va riconosciuto, è sicuramente tra i sistemi delle economie avanzate uno di quelli che più di altri ha spinto sul versante informativo e la quantità di informazioni che le società sono obbligate a fornire agli azionisti sono molto elevate, quindi in effetti noi abbiamo una grande quantità di informazioni, poi che magari a volte siano duplicate, siano in qualche maniera non rese nella forma migliore per essere comprese questo è un altro tema però devo dire che effettivamente dal punto di vista informativo il livello, la quantità di informazioni trasmesse è notevole tenete conto che una delle questioni che sempre più spesso insomma di cui si dibatte moltissimo è proprio il fatto della voluminosità, della quantità delle informazioni che vengono trasferite al mercato perché si ritiene che appunto questa quantità molto elevata di informazioni o comunque questo modo che non è proprio a volte così chiaro dal punto di vista informativo perché queste informazioni sono anche di difficile lettura in qualche maniera dovrebbe essere semplificato per renderlo più accessibile agli azionisti. Ora, devo dire la verità che dal punto di vista, se noi confrontiamo l'informativa, soprattutto contabile, italiana rispetto a quella straniera, non ha paragone, è molto maggiore. se voi prendete il bilancio di esercizio di una grande società come Tata, che so, olandese piuttosto che inglese, vi rendete conto che le informazioni sono molto minori, cioè il bilancio è molto più semplificato rispetto alle informazioni trasmesse in un bilancio nostro. Però è altrettanto vero che questi documenti non sono di grandissima facilità di lettura, quindi sono molto più complicati, molto difficili da leggere e quindi effettivamente l'osservazione che invece questa documentazione che viene data nelle assemblee di società straniere molto più accessibile, più semplificata, è vero anche se questa semplificazione poi dopo ha un riflesso, perché la qualità concreta dell'informazione è molto più bassa, o comunque non è più bassa, è molto più generica, quindi molto più dati aggregati, molto meno dettaglio informativo, questo deriva anche dal fatto, adesso io mi riferisco in particolare alla tematica dell'approvazione del bilancio d'esercizio, che noi abbiamo un sistema di rendicontazione, un sistema del bilancio che è molto sofisticato, quindi effettivamente in Italia il livello informativo che è generato dal bilancio dell'esercizio è molto maggiore di quello che noi abbiamo all'estero. Vi sono alcune informazioni che naturalmente sono coerenti con il fatto che si tratta di una riunione assembleare, quindi ovviamente io devo dare tutte le indicazioni logistiche, l'ora, la data, il luogo. e quindi tutto ciò che rappresenta la tecnicità della riunione assembleare. Tenete conto adesso che noi in Italia non ne facciamo un grande uso ma anche all'estero in realtà dopo che si era fatto un tentativo nel passato di farlo mi sembra che ci sia la tendenza sempre di più a ridurre questa possibilità una volta si era tentato, si era ritenuto che fosse

particolarmente efficace consentire, per esempio, che questa riunione assembleare si tenesse in tanti luoghi diversi per avvicinare il luogo di svolgimento o di svolgimento di un segmento dell'assemblea agli azionisti, quindi la possibilità di fare assemblee in più paesi contemporaneamente, ricordo un caso, mi sembra Vivendi, che aveva fatto anche un certo scalpore molti anni fa, in cui aveva fatto contemporaneamente l'assemblea in quattro posti diversi e in due continenti diversi, tanto per dare la dimostrazione di quanto si cercasse di coinvolgere gli azionisti. Questo in realtà è un risultato che non si è mai raggiunto in maniera strutturata perché di ragioni concrete che voi potete immaginare, l'azionista che ha pochissime azioni non è poi così spinto ad andare in assemblea con tutto questo interesse. Quindi fatto salvo alcuni casi molto specifici, quello che accade per la riunione di Bakershire Hathaway, cioè la società di Warren Buffett che fa questo grande happening in Nebraska, E' vero che negli altri casi le assemblee non vedono una presenza così massiccia degli azionisti, è sempre stato un po' il problema delle assemblee cercare di rafforzare la presenza degli azionisti che spesso risulta essere modesta. Voi potete capire che il rafforzamento della presenza del socio è importante perché la presenza di tanti soci riduce il peso dell'azionista prevalente. Al netto delle ipotesi di controllo di diritto, cioè delle ipotesi nelle quali il socio controlla più del 50% del capitale sociale, del capitale votante, un peso notevole dell'azionista si ha perché non vengono gli altri azionisti, per cui anche se io ho il 20% di una società nella cui assemblea ci viene un numero molto basso di azionisti, io con quel 20% sono in grado comunque di portare avanti e far deliberare quello che voglio in assemblea perché sono l'azionista prevalente in un'assemblea con pochi azionisti. poi allora la prima cosa è l'elenco delle materie che devono essere trattate qui è molto importante questo aspetto perché deve essere collegato all'articolo 125 ter che impone diciamo all'organo amministrativo per ciascuno degli argomenti che vengono messi all'ordine del giorno di produrre una relazione che diciamo illustri l'argomento appunto all'ordine del giorno questo è un aspetto informativo molto molto importante perché spesso questa relazione viene un po' negletta ma in realtà è veramente molto molto importante e il contenuto lo trovate nell'articolo 125 ter che dice, ovvero già richiesto da altre disposizioni di legge, l'organo di amministrazione, entro il termine di pubblicazione dell'avviso di convocazione, metti a disposizione del pubblico presso la sede sociale sul sito internet della società, in realtà è qui che si accede a queste informazioni, una relazione su ciascuna delle materie all'ordine del giorno. Quindi ciascun argomento posto all'ordine del giorno ha una sua autonoma illustrazione. e quindi poi nell'ambito della disposizione c'è la tempistica precisa in funzione dei singoli argomenti posti all'ordine del giorno che devono essere rispettati, le singole tempistiche che devono essere rispettate in relazione ai singoli argomenti posti all'ordine del giorno. Questa è centrale, questa disposizione, sto obbligo di mettere questa relazione perché esprime il contenuto informativo che deve essere offerto agli azionisti per deliberare. Qui è proprio il classico principio conoscere per deliberare, perché qui bisogna mettere in condizione l'azionista per poter assumere una scelta consapevole di avere le informazioni, cioè l'illustrazione del punto all'ordine del giorno. Direi che dal mio punto di vista, anche personalmente, ritengo che effettivamente queste relazioni siano molto molto importanti, perché chiariscono molti passaggi che altrimenti potrebbero risultare dalla laconicità, dell'avviso di conto. comunque sicuramente più oscuri di quello che poi in realtà sono. Poi pensate che ad alcune materie

specifiche dove si devono fare delle relazioni ad hoc tutto questo diciamo corrobora a forza la funzione informativa che ci deve essere. L'altro aspetto fondamentale è che sempre nell'avviso.

Di

convocazione.

Deve essere illustrato i termini per l'esercizio del diritto di porre domande prima dell'assemblea e del diritto di integrare l'ordine del giorno o di presentare ulteriori proposte su materie all'ordine del giorno. Allora, esaminiamo in maniera separata questi due profili. Perché è importante questo aspetto? Allora intanto voi dovete pensare, per capire un pochettino il ruolo di questa norma, dovete pensare un pochettino l'evoluzione che ha avuto questo tipo di vicende. Allora, intanto per chiarire il punto, per spiegare anche perché c'è. Quando ci furono le prime privatizzazioni negli anni 90 e quindi lo Stato vendette sul mercato le azioni di numerose società che erano prima detenute da Liri e così via, non so, tutte le banche, tutte le società di telecomunicazioni e quant'altro, si verificò una cosa, non dico imprevedibile, ma sicuramente che non avevano messo in conto, cioè il fatto che almeno nei primi casi ci furono delle assemblee molto molto partecipate di società quotate. Ricordo il caso dell'assemblea di una banca che adesso non esiste più, che è stata incorporata dentro Unicredit, che si chiamava a quel tempo Credito Italiano e tra l'altro aveva sede a Genova, lo ricordo benissimo, in cui l'assemblea di quella società mi sembra che durò, se non vado errato, tipo 9 o 10 ore, cioè una cosa lunghissima, perché c'era una quantità enorme di azionisti. Pensate che furono installate dei tornelli, tipo come al supermercato, per consentire l'identificazione e l'ingresso agli azionisti, no? Perché teoricamente chi non è azionista, non teoricamente, chi non è azionista non può andare dentro, non poteva andare dentro l'assemblea, no? Quindi per evitare che ci entrassero delle persone non autorizzate c'è tutto un meccanismo, come tipo andare allo Stato, insomma, una cosa di questo genere, abbastanza complicata. Anzi si era molto discusso su temi che oggi francamente non hanno più nessun tipo di ragione d'essere. ricordo degli articoli proprio ad hoc sulla rivista della società, sulla presenza in assemblea dei giornalisti. C'era la possibilità di partecipare da parte degli organi della stampa per poi fare il resoconto di quello che succedeva. Questo perché i mezzi di informazione erano molto diversi da quelli attuali. Non c'era internet, non c'era C'era effettivamente, si era verificato una specie di fiamma, di fiammata partecipativa a queste cose. Questo allora ad un certo punto era assolto il problema di regolamentare tutto questo funzionamento, perché altrimenti queste assemblee erano un po' pletoriche e anche perché, devo dire questo aggiungo, anche un aspetto di colore anche divertente, c'erano delle persone che andavano in queste assemblee un po' per fare uno show personale, facendo domande le più assurde, chiedevano le cose più strane e avevano un po' dei comportamenti un po' da showman, lo stesso non saprei come dire, facevano domande particolarissime. Forse l'ultimo caso in tempi recenti di un tipo di atteggiamento di questo genere si è avuto quando mi sembra quando Beppe Grillo si presentò all'assemblea di Telecom, per esempio. Però questa cosa che fece Grillo in tempi più recenti in realtà era stata anticipata da moltissimi azionisti che partecipavano in maniera anche abbastanza articolata all'assemblea di queste società. Allora, per evitare questo tipo di comportamento anarchico degli azionisti e anche quindi

difficoltà di funzionamento dell'Assemblea, si fecero due interventi importanti. Il primo fu quello di, magari credete che sia fastidioso, il primo fu quello di implementare, cosa che in precedenza non era stato mai utilizzato in maniera strutturale, quello che è il regolamento di assemblea. Come voi sapete l'articolo 2364 prevede la possibilità di approvare un regolamento assembleare, cioè un regolamento di funzionamento dell'assemblea. Sostanzialmente questo regolamento, nei termini che vi sto illustrando, è stato utilizzato per contingentare i tempi dei singoli interventi dei singoli azionisti, altrimenti tutta questa attività era lasciata al Presidente dell'Assemblea che doveva bloccare tutti questi azionisti che parlavano per troppo tempo. Perché molti di questi interventi non avevano una funzione di porre domande, ma erano proprio delle vere critiche alle scelte degli amministratori, oppure elogi alle scelte degli amministratori. Era una cosa anche un po' isolativa. E dall'altro lato invece di articolare un sistema di informazione cosiddetto pre-assembleare o extra-assembleare. Perché? Perché sostanzialmente si è cominciato a introdurre una disciplina che consentisse agli azionisti di presentare domande e di ricevere risposte in una fase prima di quella dell'assemblea. Quindi si mandavano, e si mandano tuttora perché si può fare tuttora, si mandano delle richieste, come dice il diritto di stipore domande all'Assemblea, richieste a cui viene data risposta da parte degli amministratori, non in sede di Assemblea, ma con una serie di risposte a queste domande che vengono depositate prima dell'Assemblea. e poi vengono accluse anche al verbale assembleare in modo tale che ci sia la possibilità di leggere le risposte. Questo è molto importante perché semplifica.

II.

Processo perché appunto lo soltanto intanto perché così è possibile accorpare la risposta a domande simili e poi perché diciamo snellisce tutto il processo di informazione assembleare. Poi l'altra diciamo aspetto molto importante è quello appunto della integrazione dell'ordine del giorno Ecco qua l'aspetto significativo perché viene poi disciplinato in maniera molto molto articolata dall'articolo 125bis. Allora intanto il primo aspetto modificativo rispetto alla norma codicistica è quella relativa.

È.

Quella relativa al numero di cioè a che percentuale di possesso azionario consente agli azionisti di presentare proposte o integrazioni o proposte autonome in assemblea perché questa cosa naturalmente c'è anche nelle società non quotate ma il vero elemento differenziale è dato dal fatto che è diverso il numero di azioni che si devono avere per presentare proposte in assemblea. In questo caso per quanto riguarda le società quotate è il quarantesimo nel capitale sociale perché ovviamente in questo caso si va, data la maggiore frammentazione e la maggiore capitalizzazione ovviamente bisogna indicare una quantità di azione sufficientemente adeguata per poter fare in modo che il diritto sia esercitabile, perché se io dovessi andare dietro.

A.

Quello che è previsto dal Codice Civile ovviamente avrei bisogno di percentuali di partecipazioni molto, molto, molto rilevanti, ma pensate che Il 2367 ci dice che l'amministratore e il consiglio di gestione devono convocare senza ritardo l'Assemblea quando ne è fatta domanda da tanti soci che rappresentano almeno un ventesimo del capitale sociale nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e il decimo del capitale sociale nelle altre case. quindi vedete com'è più elevato la quantità necessaria per la convocazione già tra quotate e non quotate e poi in generale per quanto riguarda invece l'intervento del diritto di voto scusate per la convocazione.

Per.

L'Integrazione dell'ordine del giorno comunque quantitativamente è più elevato e quindi più complicato, questo poi è il primo profilo sostanziale. Qual è il problema che si pone per le integrazioni e per le proposte in assemblea? Che, come abbiamo visto prima, ciascuna di queste proposte, di questi punti all'ordine del giorno necessitano di un'attività di illustrazione. e molte delibere, oltre all'attività di illustrazione della delibera stessa, presuppongono anche ulteriore materiale deliberativo, rappresentato da studi, bozze di documenti e quant'altro che normalmente sono elaborate da parte del Consiglio di Amministrazione. Faccio un esempio banalissimo, pensate al caso della fusione, proprio per disposizione legislativa noi abbiamo l'obbligo di predisporre il progetto di fusione e la documentazione correlata, quindi se il socio vuole proporre una cosa di questo genere deve mettere a disposizione degli altri soci un sacco informativo equivalente, altrimenti non è possibile assumere la delibera. Quindi cosa bisogna fare? Per quanto riguarda le domande è molto più semplice perché, come dice la norma, i soci che appuntano il 40% possono entro 10 giorni dall'avviso di convocazione, quindi vedete qui l'aspetto procedimentare, possono presentare l'integrazione dell'elenco delle materie da trattare indicando nelle domande di ulteriori argomenti da essere proposti ovvero presentare proposte di deliberazione su materie già all'ordine del giorno quindi qui vedete la differenza, no? quindi altri argomenti, quindi argomenti ulteriori e invece proposte di deliberazione diverse da quelle che si prospettano sullo stesso punto all'ordine del giorno Qui c'è un aspetto interessante, molto interessante perché la regolamentazione consente all'azionista che vuole presentare una proposta di nuova deliberazione di attivare un processo per realizzare l'integrazione informativa di quella proposta di deliberazione al pari della proposta informativa, cioè degli elementi informativi che dovrebbero essere messi a disposizione da parte degli amministratori. Se voi prendete il terzo coma si dice che l'integrazione dell'ordine del giorno non è ammessa per gli argomenti sui quali l'Assemblea delibera a norma di legge su proposta dell'organo amministrativo Cosa vuol dire questo? Che ci sono delle tipologie di deliberazioni che presuppongono un potere di avvio da parte dell'organo amministrativo. sviluppare un proprio processo autonomo. Io prima ho fatto l'esempio della delibera, ma il caso della delibera è il caso più aggiornato di tutti. La delibera di fusione è una deliberazione che deve essere proposta inevitabilmente dagli amministratori. Quindi fuori da questo caso di delibere che non siano necessariamente organizzati dagli amministratori, sulle altre, naturalmente,

alle condizioni che abbiamo visto prima, i soci possono presentare proposte di deliberazione autonoma. obbligano anche a formulare una documentazione integrativa. Quindi i soci, dice il quarto comma, che intendono integrare l'ordine del giorno, predispongono una relazione che riporti la motivazione delle proposte di deliberazione sulle nuove materie che si propongono, ovvero la motivazione relativa alle ulteriori proposte di deliberazione presentate sui materiali all'ordine del giorno. Qui ovviamente la predisposizione di queste alla sua pubblicazione con le stesse modalità, però in questo caso, a differenza di quello che accade per gli elementi informativi delle delibere proposte dagli amministratori, i documenti le informazioni, i documenti illustrativi che sono predisposti dal socio o dai soci che vogliono integrare l'ordine del giorno sono accompagnati anche da una relazione, da una valutazione compiuta dagli amministratori, quindi si forma un contraddittorio tra socio e amministratore in ordine.

A.

Questo tipo di informazioni. Ovviamente tutti i casi di inattività da parte dell'organo amministrativo, tutti i tentativi di bloccare attraverso l'inerzia sono sanzionati e sono bypassabili attraverso l'intervento del Collegio Sindacale. Tornando indietro e per illustrare l'altro elemento, cioè quello delle domande in fase preassembleale a cui viene data poi o prima dell'Assemblea o durante l'Assemblea, è possibile appunto, questa è la previsione dell'articolo 127 ter, da parte dei soci di presentare prima dell'Ordine del Giorno, prima dell'Assemblea, domande a risposta scritta o verbale sulle materie poste all'Ordine del Giorno. Qui c'è una previsione molto importante che è il secondo comma dell'articolo 127 ter che esonera il consiglio di amministrazione dal rispondere a queste domande. Se, come sempre più spesso si fa, o comunque è buona norma fare, la società mette, fa naturalmente sul proprio sito e prima dell'Assemblea, nella documentazione assembleale, predisporre una serie di domande, di quello che viene chiamato il Q&A, cioè una serie di domande e risposte, che quindi già in parte assolvono senza necessità che i soci formino una specifica domanda, è una serie di domande che possono desiderare. Quindi a domande che reiterano questo tipo di domanda-risposta ovviamente gli amministratori non sono dovuti rispondere, infatti non è dovuta una risposta neppure in Assemblea le domande poste prima della stessa quando le informazioni richieste siano già disponibili in formato domande-risposta nella sezione del sito internet della società e quindi in qualche maniera siano anticipate dall'attività informativa degli amministratori. Ultimo argomento relativo sempre al funzionamento dell'Assemblea, concerne una figura che nel corso del tempo ha avuto ed ha sempre maggiore importanza, e cioè la figura di quelli che vengono chiamati in inglese, questo sono forse più noti per questo nome, i proxy advisor o, secondo la terminologia italiana, i consulenti di voto. Adesso non so se oggi usciremo a esaurire tutta la tematica, ma comunque la avviamo. Allora, i consulenti di voto, intanto, questa figura dove nasce? Ovviamente nasce negli Stati Uniti. Nasce negli Stati Uniti perché ad un certo punto nel contesto di una, quelle che vengono chiamate action lector, cioè sostanzialmente a fronte di una determinata situazione in cui viene chiamata, veniva chiamata, però in questo caso non era la CONSOB, era, mi sembra sia invadato il Dipartimento del Lavoro americano, veniva chiamato appunto da parte di una società, credo, sì, mi sembra fosse una società, veniva richiesto se occorreva da parte degli intermediari

finanziari dotarsi di una indicazione di voto sulle materie all'ordine del giorno predisposta da uno specialista. Cioè sostanzialmente il tema nasceva perché appunto venivano rilasciate delle delighe agli intermediari, la parte dell'azionista, delle delighe a esercitare il diritto di voto. Allora la domanda che veniva posta era se la scelta su come votare la parte dell'intermediario dovesse essere o meno supportata da un parere, cioè da una motivazione fatta da qualcuno che si occupava, su base professionale, ad esaminare le proposte di delibere e formulare indicazioni su questo esercizio. La motivazione di questo tipo di approccio derivava dal fatto, cioè da una ragione anche pratica, che normalmente non era interesse degli intermediari dotarsi di un'organizzazione che si occupasse su base stabile e professionale di andare ad esaminare deliberazione per deliberazione quello che veniva proposto dalle singole società e quindi fare un'attività di studio, di indagine e formulare delle proposte di deliberazione, perché avrebbe naturalmente avuto dei costi molto ingenti. Siccome la risposta fu positiva, cioè che bisognava adottarsi di questo tipo di strumento ovviamente nacquero, o meglio si svilupparono, perché già in parte forse esistevano delle società, perché sono delle società di profitto, non è un'attività non economica, è un'attività economica, che su base professionale hanno questo ruolo, non fanno altro che prendere tutte le delibere, o meglio, tutte le proposte di deliberazione delle società, le esaminano e formano una loro indicazione circa il voto da esprimere in questa assemblea. svolgono un'attività di consulenza nell'esercizio del diritto di voto. Queste società negli Stati Uniti si sono sviluppate nel corso del tempo ma soprattutto l'aspetto un po' particolare che in qualche maniera ha giustificato una serie di atteggiamenti è dato dal fatto che il numero dei consulenti delle società che esercitano questo tipo di attività è molto ridotto, molto piccolo. Sono sostanzialmente 3 o 4 società che si occupano di fare questo tipo di lavoro. e soprattutto l'aspetto interessante di questi soggetti è il ruolo che sono andati acquisendo nel corso del tempo perché questi Fox Advisors hanno sviluppato il loro modello di business è un modello di business un po' particolare anzitutto perché loro forniscono queste indicazioni di voto su base obbligatoria quindi negli Stati Uniti soprattutto quelle più importanti, che gestiscono il risparmio, o si dotano di una loro struttura di analisi, oppure devono fare ricorso a questi soggetti che però non pagano, perché in realtà i proxy advisors sono pagati dalle società. Quindi il modello è un po' particolare, perché il proxy advisor è pagato dall'emittente, per la sua prestazione. Questo crea un vincolo, un rapporto tra emittente e Prox Advisor che spesso è stato criticato. Per quale motivo? Perché sostanzialmente si creava un meccanismo poco virtuoso perché chi doveva esprimere come votare era un soggetto che però veniva pagato dall'emittente per fare questo tipo di lavoro. Quindi questo era uno dei punti critici. che si sviluppavano e soprattutto poi dopo un altro aspetto non banale di tutta questa vicenda era dato dal fatto che nella sostanza queste società che si occupano di fornire queste consulenze di voto hanno pian piano esteso il loro raggio di azione e prima facevano questo lavoro, tanto negli Stati Uniti o direttamente o anche indirettamente attraverso le società locali esercitano questo tipo di attività in ogni parte del mondo. Ci sono stati anche dei tentativi, per esempio anche in Europa, di creare dei proxy advisor locali, ma oggettivamente non ha avuto molto successo, quindi rimane come queste strutture prevalenti, sono strutture americane. Qual è il problema? Vediamo l'aspetto tecnico operativo della complessità di questo tipo di lavoro, a prescindere da chi lo paga e da tutte le criticità che si fanno in un formulario. L'aspetto

complicato è determinato dal fatto che, intanto che la stagione del libero assembleare è molto breve, e quindi ovviamente il lavoro è molto concentrato quindi uno deve avere una struttura molto importante per processare in un tempo molto molto breve una quantità molto significativa di proposte di deliberazione probabilmente oggi con l'uso dell'intelligenza artificiale sarà possibile fare di più, nel senso semplificare questo lavoro, rendere un lavoro più automatizzato ma nel passato era un lavoro che doveva essere fatto diciamo manualmente, diciamo così. Questo l'ha fatto molto discutere, primo per la capacità di poter esaminare tutto sto materiale. secondariamente perché questi proxy advisor cosa facevano? Per risolvere questo tipo di problema facevano delle sessioni informative, cioè degli incontri informativi prima delle sessioni deliberative per avere informazioni su che cosa sarebbe andato in assemblee e quindi poi poter sviluppare il loro lavoro di analisi questo creava evidenti problemi perché naturalmente qui si poneva un problema di informazione privilegiata a un soggetto rispetto ad altri, perché queste partecipazioni, queste riunioni, questi incontri in cui il box advisor veniva informato di una serie di cose da parte della società avvenivano in una fase in cui gli altri soci o gli altri interessati non avevano questo tipo di informazione, quindi si era discusso un pochettino su questa su questa cosa, d'altronde però non si poteva fare altrimenti. O meglio, non è che non si potesse fare altrimenti, sì, la complessità di questo tipo di lavoro e il fatto.

Che.

Il lavoro fosse svolto da soggetti pagati dalle società non aveva altra via di uscita che non fare questo tipo di lavoro. Inoltre, l'altro aspetto che emergeva, non di grande criticità, ma comunque di certo grado di sospetto, era come facessero a dare queste indicazioni di voto, cioè quali erano i parametri che venivano utilizzati da questi soggetti per esprimere loro voto, cioè dare le indicazioni di voto in assemblea, quali strumenti utilizzavano. Allora erano emersi tutta una serie di studi e anche di dichiarazioni da parte dei proxy advisor che avevano in qualche maniera anticipato, o anticipavano rispetto a ogni stagione assembleare, anticipavano le loro guidelines. Tutt'ora fanno così, no? Se voi aspettate gennaio-febbraio, vengono pubblicati avevano resi noti al pubblico le scelte di policy che questi pox advisors faranno per sviluppare, per formulare l'indicazione di voto. Quindi si avviò un processo di trasparenza del processo decisionale, del processo di scelta che questi pox advisors fanno circa i voti da esprimere in Assemblea. Naturalmente, come al solito, l'ordinamento comunitario è arrivato un po' in ritardo, insomma, ma comunque dopo che questo processo si era sviluppato su basi semivolontari negli Stati Uniti, perché in realtà negli Stati Uniti non c'è una regola accogliente che obbliga a fare questo, ma i Proxy Advisor si sono orientati a fare così per evitare critiche dal punto di vista pratico. E questo principio è stato poi trasposto, a livello normativo, prima dalle direttive comunitarie e poi dopo è stato trasposto nell'articolo 124 OCTIS, dedicato al proservizio, che infatti dice che i consulenti in materia di voto, anche al fine di informare adeguatamente i clienti della curatezza e affidabilità delle loro attività, pubblicano annualmente una relazione che contenga almeno le seguenti informazioni in relazione all'elaborazione delle loro ricerche, dei loro consigli e delle loro raccomandazioni. Le caratteristiche essenziali delle metodologie e dei modelli applicati, le principali

informazioni utilizzate, le procedure messe in atto per garantire la qualità delle ricerche, dei consigli, delle raccomandazioni di voto, nonché le qualifiche del personale coinvolto. le modalità con cui eventualmente tengono conto delle condizioni normative e del mercato nazionale non le condizioni specifiche della società quindi come voi vedete sostanzialmente si richiede ai progress advisor di indicare al mercato che codi, che cosa loro fanno uso per raggiungere, per formulare l'indicazione di brutto questo aspetto è molto importante perché ovviamente rende molto più trasparente come loro operano, soprattutto quali sono i parametri che loro tengono conto. Poi l'altro aspetto molto importante che si era messo in luce come elemento di criticità della loro disciplina è dato dal fatto che queste società internazionali operano in tantissimi mercati quindi una delle critiche che si era fatta soprattutto in Europa rispetto all'operato di questi soggetti americani era che le loro scelte potevano essere condizionate dal fatto che appunto non stavano su quel mercato, non erano originari di quel mercato e infatti adesso la disposizione ci dice che tra le cose che devono essere rilasciate come informazioni ci sono le caratteristiche essenziali delle politiche di voto applicate per ciascun mercato quindi indicando la rilevanza geografica della delle indicazioni, quindi come il voto viene, per usare un'espressione inglese, tailorizzato, come viene sartorializzato su quel determinato paese. Quindi è chiaro che le indicazioni di voto che so per una banca italiana sono diverse per tante ragioni da quelle che si potrebbero dare per una banca francese o tedesca, perché il contesto nazionale condiziona questo funzionamento. questa altra previsione che serve a soddisfare quello che avevo detto prima, circa la possibilità che il dialogo tra Prox Advisor e società possa comportare un trasferimento di informazioni privilegiato, comunque un trattamento informativo privilegiato, si dice che sempre Fox Advisor devono rendere noto la portata e la natura del dialogo e del caso intrattenuto con le società oggetto delle loro ricerche, dei loro consigli raccomandazioni, di voto e con i portatori di interesse alla società. Quest'ultima parte forse è quella meno rilevante, nel senso che si ipotizza anche una possibilità di dialogo non soltanto con la società direttamente, ma con altri soggetti che possono essere in qualche maniera coinvolta nella vita societaria. altro elemento che deve essere chiarito sempre per diciamo soddisfare questi rischi per prevenire questi rischi di condizionamento è la politica relativa alla prevenzione e alla gestione dei potenziali conflitti di interessi. Qui c'è anche un'altra cosa da tenere in conto che non è immediatamente percepibile ma che ha avuto una notevole importanza è il fatto che alcuni consulenti di voto sono controllati da investitori istituzionali. quindi soggetti che operano sul mercato e che comprano azioni, quindi ci si era posto in America il dubbio che ci fosse la possibilità dei condizionamenti dei proxy advisors sulla scorta del rapporto di controllo. Un altro proxy advisor per esempio era mi sembra fosse controllato o forse tuttora controllato da Standard & Poor's per esempio, una famosa società di rating. Quindi ci sono tutta una serie di informazioni che devono essere rilasciate e ultima delle quali quella relativa all'eventuale adesione ad un codice di comportamento, ovvero all'illustrazione in maniera chiara e motivata della loro mancata adesione. Questa è ancora l'applicazione del principio completo di Spain. E se, diciamo, si avvalgono di un codice, se seguono un codice di comportamento devono chiarire, devono informare di come applicano le previsioni di quel codice in relazione ai vincoli informativi che vi ho descritto negli elementi precedenti. Ciascun proxy advisor, poi sono molto pochi quindi è abbastanza semplice andare a trovare, Pubblica

queste lettere sul proprio sito.

E.

Quindi rende noto queste politiche e queste scelte. Ora, questa è la disciplina italiana. A conclusione dell'illustrazione di questa figura va dato atto del fatto che in America ci sono state delle modificazioni nel corso del tempo delle norme applicabili ai proxy advisors, perché sostanzialmente per un periodo prima dell'amministrazione Trump, la precedente amministrazione Trump, non quella attuale, c'era stato un irrigidimento delle regole applicabili a Biden che poi erano state semplificate da parte dell'amministrazione Trump e poi sono state di nuovo ririgidite con l'amministrazione Biden, quindi in America questo tipo di elementi che qui sono stati poi strutturati in maniera articolata, prima a livello comunitario poi a livello nazionale, sono invece stati, diciamo, hanno avuto sorti, alleggerimento e irrigidimento successivi in funzione anche un po' dell'orientamento più o meno, diciamo, liberista o più o meno dirigista, forse sarebbe meglio dire, da parte delle singole amministrazioni. Quindi c'è stato un pochettino di modificazione rispetto al percorso europeo costa e quanto sul Pax Advisor e sulle assemblee. Oggi ci fermiamo qua e ci vediamo la prossima settimana.