

Il sottoscritto Fabio Saccone, matricola n. 1288679, titolo della tesi "Governo societario, democrazia azionaria e nuova disciplina delle deleghe di voto", dottorato di ricerca in diritto dell'impresa, XXIII ciclo, *tutor* prof. F. Ghezzi, anno di discussione 2012

### **DICHIARA**

sotto la sua responsabilità di essere a conoscenza:

1) che, ai sensi del D.P.R. 28.12.2000, N. 445, le dichiarazioni mendaci, la falsità negli atti e l'uso di atti falsi sono puniti ai sensi del codice penale e delle Leggi speciali in materia, e che nel caso ricorressero dette ipotesi, decade fin dall'inizio e senza necessità di nessuna formalità dai benefici previsti dalla presente declaratoria e da quella sull'embargo;

2) che l'Università ha l'obbligo, ai sensi dell'art. 6, comma 11, del Decreto Ministeriale 30 aprile 1999 prot. n. 224/1999, di curare il deposito di copia della tesi finale presso le Biblioteche Nazionali Centrali di Roma e Firenze, dove sarà consentita la consultabilità, fatto salvo l'eventuale embargo legato alla necessità di tutelare i diritti di enti esterni terzi e di sfruttamento industriale/commerciale dei contenuti della tesi;

3) che il Servizio Biblioteca Bocconi archiverà la tesi nel proprio Archivio istituzionale ad Accesso Aperto e che consentirà unicamente la consultabilità on-line del testo completo (fatto salvo l'eventuale embargo);

4) che per l'archiviazione presso la Biblioteca Bocconi, l'Università richiede che la tesi sia consegnata dal dottorando alla Società NORMADEC (operante in nome e per conto dell'Università) tramite procedura on-line con contenuto non modificabile e che la Società Normadec indicherà in ogni piè di pagina le seguenti informazioni:

- tesi di dottorato "Governo societario, democrazia azionaria e nuova disciplina delle deleghe di voto";
- di Fabio Saccone;

- discussa presso l'Università commerciale Luigi Bocconi – Milano nell'anno 2012;

- La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore (legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche). Sono comunque fatti salvi i diritti dell'Università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte;

5) che la copia della tesi depositata presso la NORMADEC tramite procedura on-line è del tutto identica a quelle consegnate/inviata ai Commissari e a qualsiasi altra copia depositata negli Uffici dell'Ateneo in forma cartacea o digitale e che di conseguenza va esclusa qualsiasi responsabilità dell'Ateneo stesso per quanto riguarda eventuali errori, imprecisioni o omissioni nei contenuti della tesi;

6) che il contenuto e l'organizzazione della tesi è opera originale realizzata dal sottoscritto e non compromette in alcun modo i diritti di terzi (legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche), ivi compresi quelli relativi alla sicurezza dei dati personali; che pertanto l'Università è in ogni caso esente da responsabilità di qualsivoglia natura, civile, amministrativa o penale e sarà dal sottoscritto tenuta indenne da qualsiasi richiesta o rivendicazione da parte di terzi;

7a) che la tesi di dottorato non è il risultato di attività rientranti nella normativa sulla proprietà industriale, non è stata prodotta nell'ambito di progetti finanziati da soggetti pubblici o privati con vincoli alla divulgazione dei risultati; non è oggetto di eventuali registrazioni di tipo brevettale o di tutela, e quindi non è soggetta a embargo;

Data 30 gennaio 2012

F.to Fabio Saccone

*A mio papà  
il cui esempio porto impresso nel cuore*

Tesi di dottorato ""Governo societario, democrazia azionaria e nuova disciplina delle deleghe di voto""  
di SACCONI FABIO

discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2012

La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).

Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

# GOVERNO SOCIETARIO, DEMOCRAZIA AZIONARIA E NUOVA DISCIPLINA DELLE DELEGHE DI VOTO

## INDICE SOMMARIO

I.	SOLLECITAZIONE DI DELEGHE E GOVERNO SOCIETARIO .....	1
1.	<i>EXIT, VOICE</i> E GOVERNO SOCIETARIO .....	1
2.	L'INSUFFICIENZA DELL' <i>EXIT</i> COME STRUMENTO DI REAZIONE. LA NECESSITÀ DI POTENZIARE LA <i>VOICE</i> DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI .....	6
3.	GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI QUALI INTERLOCUTORI ATTIVI NELLA <i>GOVERNANCE</i> SOCIETARIA. UNO SGUARDO ALL'ESPERIENZA INTERNAZIONALE .....	8
4.	IL RUOLO DEGLI AZIONISTI ATTIVI FRA <i>SHAREHOLDER PRIMACY</i> E <i>DIRECTOR PRIMACY</i> .....	13
5.	IL VOTO PER DELEGA NELLE SOCIETÀ QUOTATE ITALIANE: L'AMBIVALENZA DELLO STRUMENTO FRA CONSOLIDAMENTO DEL CONTROLLO E <i>VOICE</i> DEGLI AZIONISTI .....	22
6.	L'EVOLUZIONE DELLA DISCIPLINA ITALIANA DEL VOTO PER DELEGA.....	25
7.	(SEGUE) IL MUTAMENTO DI APPROCCIO CONTENUTO NEL TUF. L'INTRODUZIONE DELLA SOLLECITAZIONE DI DELEGHE.....	28
8.	IL MANCATO UTILIZZO DELLA SOLLECITAZIONE DI DELEGHE NELLA PRATICA: LE RAGIONI "STRUTTURALI".....	31
	8.1 <i>Il mancato utilizzo nella pratica della sollecitazione di deleghe. L'insufficienza delle soluzioni normative introdotte dal TUF</i> .....	35
9.	LA DIRETTIVA 2007/36/CE SUI DIRITTI DEGLI AZIONISTI DELLE SOCIETÀ QUOTATE. LA RIMOZIONE DEI VINCOLI AL VOTO PER DELEGA.....	38
	9.1 <i>Il recepimento della direttiva 2007/36/CE</i> .....	41
II.	LA DISCIPLINA DEL VOTO PER DELEGA NEGLI STATI UNITI .....	47
1.	PREMESSA. LA FUNZIONE DEL VOTO PER DELEGA NELLA GESTIONE ORDINARIA DELL'ASSEMBLEA.....	47
2.	L'EVOLUZIONE DELLE <i>PROXY RULES</i> .....	48
3.	LA NOZIONE DI <i>PROXY SOLICITATION</i> .....	54
4.	IL <i>PROXY STATEMENT</i> E IL <i>PROXY FORM</i> .....	57
5.	LA REGISTRAZIONE DEI <i>PROXY MATERIALS</i> .....	58
6.	IL FUNZIONAMENTO DEL <i>PROXY VOTING</i> NEL SISTEMA DI DETENZIONE INTERMEDIATA DELLE AZIONI .....	60

7. LE SOLLECITAZIONI DI DELEGHE IN CONTRAPPOSIZIONE ALLA SOCIETÀ: STRUMENTO PER L'ACQUISIZIONE DEL CONTROLLO E DI <i>VOICE</i> DEGLI AZIONISTI .....	64
8. (SEGUE) LA SOLLECITAZIONE DI DELEGHE COME STRUMENTO DI CONTESA DEL CONTROLLO SOCIETARIO.....	66
8.1 <i>Il problema dell'accesso alle informazioni sull'identità degli azionisti</i> .....	67
8.2 <i>La proxy fight come strumento per l'acquisizione del controllo alternativo o complementare alla tender offer</i> .....	70
9. IL <i>PROXY VOTING</i> COME STRUMENTO DI MANIFESTAZIONE DEL DISSENSO DA PARTE DEGLI AZIONISTI. LE <i>SHAREHOLDER PROPOSAL</i> .....	78
10. L'ESCLUSIONE DELLE <i>SHAREHOLDER PROPOSAL</i> RELATIVE ALLA NOMINA DEGLI AMMINISTRATORI E L'USO DELLA SOLLECITAZIONE DI DELEGHE COME STRUMENTO DI ATTIVISMO SOCIETARIO .....	82
11. I COSTI DELLE <i>PROXY FIGHTS</i> E I RECENTI SVILUPPI IN TEMA DI <i>E-PROXY</i> E <i>PROXY ACCESS</i> (CENNI) .....	85
III. LA SOLLECITAZIONE DI DELEGHE IN ITALIA: LA FATTISPECIE .....	89
1. LA DEFINIZIONE DI SOLLECITAZIONE DI DELEGHE. LA CENTRALITÀ DELLA RICHIESTA DI CONFERIMENTO DELLA DELEGA. ....	89
2. (SEGUE) LA NOZIONE DI DELEGA E LA SUA RILEVANZA AI FINI DELLA DELIMITAZIONE DELL'AMBITO APPLICATIVO DELLA DISCIPLINA .....	91
3. (SEGUE) L'INDIVIDUAZIONE DEI DESTINATARI DELLA SOLLECITAZIONE.....	92
4. IL SUPERAMENTO DEI LIMITI SOGGETTIVI PER IL PROPONENTE .....	97
5. IL SUPERAMENTO DELLA RISERVA IN FAVORE DEGLI INTERMEDIARI.....	104
6. IL PROBLEMA DEL CONFLITTO DI INTERESSI FRA IL PROMOTORE DELLA SOLLECITAZIONE E I SOGGETTI SOLLECITATI. GLI OBBLIGHI INFORMATIVI DEL PROMOTORE.....	105
6.1 <i>(Segue) la necessità che siano fornite specifiche istruzioni di         voto al promotore</i> .....	110
7. IL PROBLEMA DEL CONFLITTO DI INTERESSI FRA I SOGGETTI DELEGANTI E LA SOCIETÀ E FRA IL PROMOTORE E LA SOCIETÀ .....	113
8. LA POSSIBILITÀ CHE LA SOLLECITAZIONE SIA PROMOSSA IN PROPRIO DAI COMPONENTI DEGLI ORGANI DI AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO DELLA SOCIETÀ .....	119
9. LA POSSIBILITÀ CHE LA SOLLECITAZIONE SIA PROMOSSA DALLA SOCIETÀ EMITTENTE O DA UNA SUA CONTROLLATA .....	122
IV. LA SOLLECITAZIONE DI DELEGHE: ESAME DELLA DISCIPLINA E OSSERVAZIONI CONCLUSIVE.....	127

1.	L'AVVIO DELLA PROCEDURA DI SOLLECITAZIONE. LA COMUNICAZIONE DELL'INIZIATIVA .....	127
2.	LA VALENZA INFORMATIVA DELLA SOLLECITAZIONE. IL PROSPETTO INFORMATIVO E I POTERI DI VIGILANZA ATTRIBUITI ALLA CONSOB .....	130
	2.1 <i>Il contenuto del prospetto informativo</i> .....	133
3.	LA SOLLECITAZIONE "INDIVIDUALIZZATA". L'IMPORTANZA DEL MECCANISMO DI IDENTIFICAZIONE DEGLI AZIONISTI .....	138
	3.1 <i>Il funzionamento del sistema di gestione accentrata dei titoli in regime di dematerializzazione (cenni)</i> .....	141
	3.2 <i>Il sistema di identificazione degli azionisti a disposizione del promotore. Questioni risolte e problemi aperti</i> .....	143
	3.3 <i>L'oggetto della procedura di identificazione: i dati identificativi</i> .....	146
4.	IL CONFERIMENTO DELLA DELEGA. I REQUISITI FORMALI DELL'ATTO .....	149
5.	LA POSSIBILE OPZIONE PER IL PROMOTORE FRA <i>ONE-WAY</i> E <i>TWO-WAY PROXY</i> .....	151
6.	LA DELEGA PARZIALE E IL PROBLEMA DELLA POSSIBILE RILEVANZA DEL VOTO NON CONFORME ALLE PROPOSTE DEL PROMOTORE .....	153
7.	IL RAPPORTO FRA SOCI DELEGANTI E IL PROMOTORE NELL'INTERPRETAZIONE DELLA DOTTRINA PRECEDENTE ALLA RECENTE RIFORMA .....	159
	7.1 <i>Le difficoltà nella qualificazione del rapporto tra soci deleganti e promotore alla luce della nuova disciplina sull'interruzione della sollecitazione</i> .....	162
8.	LA VIOLAZIONE DELLA DISCIPLINA SULLA SOLLECITAZIONE. RIMEDI RISARCITORI E INVALIDANTI .....	165
9.	OSSERVAZIONI CONCLUSIVE.....	173
	BIBLIOGRAFIA .....	183



## I. SOLLECITAZIONE DI DELEGHE E GOVERNO SOCIETARIO

### 1. *Exit, voice* e governo societario

Secondo la tipizzazione formalizzata da Hirschman, gli azionisti e, più in generale, tutti gli appartenenti a strutture organizzative complesse, hanno a disposizione due fondamentali modalità per manifestare il proprio dissenso: l'abbandono dell'organizzazione (*exit*) e l'esternazione dei motivi di insoddisfazione (*voice*)<sup>1</sup>.

La scelta tra queste due alternative è determinata dal tipo di relazione che lega i partecipanti all'organizzazione e dai vincoli che da essa derivano. Nell'ambito delle relazioni politiche o familiari, in cui a rilevanti barriere all'esercizio dell'*exit* si accompagna un'agevole possibilità di manifestazione del dissenso, l'opzione *voice* tende a prevalere. Viceversa l'interruzione del rapporto, per la sua semplicità ed immediatezza, è l'ipotesi prevalente nei processi economici semplici quali, ad esempio, quelli di scambio di beni di largo consumo in un mercato concorrenziale. Avendo a disposizione molteplici alternative, infatti, il consumatore insoddisfatto avrà convenienza ad acquistare un bene da un produttore concorrente, interrompendo così il rapporto, piuttosto che continuare il rapporto stesso chiedendo alla controparte dei miglioramenti.

---

(\*) Desidero ringraziare in primo luogo il prof. Federico Ghezzi per avermi seguito, con indispensabili indicazioni e commenti, durante la redazione di questo lavoro. Ringrazio altresì Paolo Sfameni, Guhan Subramanian, Matteo Gargantini, Dario Trevisan, per i molteplici momenti di confronto, assai utili nello sviluppo della ricerca, nonché Veronica Vari e Andrea Di Segni, per i suggerimenti derivanti dalla loro esperienza "sul campo". Ringrazio mia mamma e mia sorella Elena, per avermi sempre incoraggiato. Un particolare ringraziamento va, infine, a mia sorella Daniela e, in particolar modo, a mia moglie Sabrina, per avermi aiutato, supportato (e sopportato), fornendomi spunti di riflessione e prestandosi ad una paziente opera di revisione delle bozze. Ogni errore è ovviamente a me solo addebitabile.

<sup>1</sup> A.O. HIRSCHMAN, *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations and States*, Harvard Univ. Press, 1970.

Anche nell'ambito di una relazione economica più complessa, quale la partecipazione degli azionisti di una società alla vita societaria<sup>2</sup>, rilevano le due fondamentali ipotesi ora considerate<sup>3</sup>. L'azionista insoddisfatto può dar segno del proprio dissenso, ricorrendo ai molteplici diritti di *voice*, fra i quali assume un ruolo polarizzante il diritto di voto<sup>4</sup>, principale strumento di democrazia<sup>5</sup> previsto dall'ordinamento, oppure può semplicemente vendere le proprie azioni. Tuttavia il sistema di incentivi che conduce a privilegiare una reazione piuttosto che l'altra è assai più articolato di quello applicabile ad un semplice rapporto di scambio.

L'esercizio del diritto di voto da parte degli azionisti delle società ad azionariato diffuso pone rilevanti problemi di azione collettiva. L'analisi della questione, la cui individuazione risale ai celebri studi di Berle e Means degli inizi degli anni '30<sup>6</sup>, non può che muovere dalla semplice constatazione che votare è un'attività

---

<sup>2</sup> È evidente che l'ipotesi a cui si fa riferimento è quella di una società le cui azioni sono ammesse alla negoziazione su un mercato sufficientemente liquido da garantire la possibilità di un pronto disinvestimento. Cfr. M. RESCIGNO, *La corporate governance nelle società non quotate*, intervento al Convegno di studio di Como *La corporate governance nelle società non quotate*, Giuffrè, 2001, p. 71 e ss. che rileva come manchi nelle società non quotate la possibilità di una rapida uscita dal capitale della società.

<sup>3</sup> È assai diffuso il riferimento all'*exit* e alla *voice* quali possibili alternative per l'azionista in presenza di una performance deludente della società. V. J.C. COFFEE, *Liquidity versus Control: the Institutional Investor as Corporate Monitor*, 91 Columbia Law Review (1991), p. 1277 e ss.; E. FERRAN, *Company law and corporate finance*, Oxford University Press, 2000, p. 239; A. CAHN, D.C. DONALD, *Comparative company law*, Cambridge Univ. Press., 2010, p. 467. V. anche P.G. KONSTANT, *Exit, Voice and Loyalty in the Course of corporate Governance and Counsel's Changing Role*, Journal of Socio Economics (1999), p. 203 e ss. e il dibattito seguito alla pubblicazione di tale articolo, *ivi*, p. 247-266. L'attualità di questo schema concettuale è stata recentemente posta in discussione da F. DENOZZA, *Intervento al seminario sulla Direttiva azionisti*, Roma, 29 ottobre 2010, atti in corso di pubblicazione su Giur. comm.

<sup>4</sup> Cfr. C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*<sup>2</sup>, Cedam, 2006, p. 107.

<sup>5</sup> È diffuso nella dottrina americana l'accostamento della struttura societaria ad una democrazia rappresentativa. V. L.A. BEBCHUCK, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 Harvard L. Rev. (2005), 833 e ss., p. 837; J. POUND, *The Rise of the Political Model of Corporate Governance and Corporate Control*, 68 N.Y.U. L. Rev. (1993), p. 1029-30

<sup>6</sup> A.A. BERLE, G.C. MEANS, *The modern corporation and private property*<sup>10</sup>, New Brunswick, 2009 (ed. orig. Harcourt, Brace & World, 1932).

che comporta dei costi legati all'acquisizione, selezione ed elaborazione delle informazioni rilevanti, nonché alla stessa espressione del voto e che, pertanto, essa è conveniente per il singolo azionista nella misura in cui i benefici che egli prevede di trarne sono superiori ai costi citati. Va considerato, in primo luogo, che mentre i benefici sono divisibili *pro quota* tra tutti gli azionisti, i costi connessi con l'esercizio del voto sono sopportati interamente da ciascun azionista. In secondo luogo, nella prospettiva del singolo azionista, il beneficio atteso risulta assai ridotto, in quanto deve scontare l'incertezza sull'esito della votazione<sup>7</sup>. In altri termini, a fronte di un esborso certo, l'azionista gode di un beneficio incerto, del quale, qualora realizzato, internalizzerebbe solo una quota proporzionale alla propria partecipazione<sup>8</sup>. In presenza di un azionariato sufficientemente diffuso, si verifica, pertanto, quella che viene definita apatia razionale dell'azionista<sup>9</sup>, il quale sceglie di non partecipare alla vita societaria in esito ad un preciso calcolo di convenienza economica. Tale scelta è

---

<sup>7</sup> In proposito, v. F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *The economic structure of corporate law*, Harvard Univ. Press, 1991, p. 67.

<sup>8</sup> Per un'ampia analisi dei problemi di azione collettiva, v. M. OLSON, *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*, Harvard Univ. Press, 1965.

<sup>9</sup> La definizione (*rational apathy*) è di R.C. CLARK, *Vote Buying and Corporate Law*, 29 *Case Western Res. Law Review* (1979), p. 776 e ss. Il fenomeno ha origine antiche ed è connesso con la struttura delle società per azioni in cui vi è una scissione fra coloro che apportano il capitale e coloro che sono chiamati a gestirlo. V. già A. SMITH, *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, Clarendon Press, 1976 (ed. orig. Strahan, Cadell, 1776), p. 741 che osserva: "*The trade of a joint stock company is always managed by a court of directors. This court, indeed, is frequently subject, in many respects, to the control of a general court of proprietors. But the greater part of those proprietors seldom pretend to understand anything of the business of the company, and when the spirit of faction happens not to prevail among them, give themselves no trouble about it, but receive contentedly such half-yearly or yearly dividend as the directors think proper to make to them.*" La dottrina che si è occupata del tema è amplissima; v. H.G. MANNE, *Some Theoretical Aspects of Share Voting: An Essay in Honor of A. Berle*, 64 *Columbia Law Review* (1964), p. 1427 e ss.; F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *Voting in Corporate Law*, 26 *J. L. & Econ.* (1983), p. 395 e ss.; J.C. COFFEE, *supra*, nota 3; R.C. NOLAN, *The Continuing Evolution of Shareholder Governance*, 65:1 *Cambridge Law Journal* (2006), p. 92. Per una sottolineatura del fatto che l'apatia e la posizione di debolezza degli azionisti è anche il frutto di deliberate scelte di politica legislativa, v. B. BLACK, *Shareholder Passivity Reexamined*, 89 *Mich. L. Rev.* (1990), p. 564 e ss.; M.J. ROE, *A Political Theory of American Corporate Finance*, 91 *Colum. L. Rev.* (1991), p. 10 e ss. Con riguardo all'esperienza italiana, v. T. ASCARELLI, *I problemi delle società anonime per azioni*, *Riv. soc.*, 1956, p. 1 e ss.

economicamente vantaggiosa per il singolo socio ma conduce ad un risultato complessivamente inefficiente in quanto comporta una riduzione del controllo degli azionisti sugli amministratori al di sotto della soglia ottimale per il buon andamento della società.

Vi è un secondo problema da tenere in considerazione nell'analizzare il sistema di incentivi che influenzano il comportamento degli azionisti rispetto al voto. Infatti, anche coloro che, in linea teorica, avrebbero un incentivo sufficiente a tenere un comportamento attivo, sono dissuasi dall'assumere i costi connessi con l'esercizio del voto, sperando che siano altri a farlo. Tale distorsione deriva dal fatto che dell'esito positivo della votazione beneficiano anche coloro che non vi hanno partecipato né hanno sostenuto i relativi costi; ciascun azionista detentore di una partecipazione non maggioritaria sarà pertanto portato ad assumere una posizione da *free rider*, attendendo di trarre vantaggio dall'attività di controllo svolta dagli altri soci. Anche questa tipica situazione da dilemma del prigioniero determina un grado subottimale di controllo interno per la società.

È bene sin d'ora rilevare che le problematiche di fondo, sin qui discusse con riferimento alle società ad azionariato diffuso, non mutano se si prendono in esame società con uno o più soci di controllo<sup>10</sup> nelle quali, peraltro, il problema della tutela da comportamenti abusivi riguarda, più che il rapporto tra azionisti e *management*, la dialettica interna alla compagine sociale tra maggioranza e minoranza. I soci minoritari, infatti, tenderanno a non assumere i costi di partecipazione alle assemblee, consapevoli di non poterne influenzare l'esito, abdicando così al loro ruolo di controllori dell'operato della maggioranza.

Il quadro concettuale sin qui tracciato porterebbe a concludere che per l'azionista investitore la principale forma di reazione a comportamenti abusivi non sia costituita dall'esercizio dei poteri endosocietari (*voice*), bensì dalla c.d. *Wall Street*

---

<sup>10</sup> M.M. SIEMS, *Convergence in shareholders law*, Cambridge Univ. Press, 2008, p. 89.

*rule*, ossia la vendita della partecipazione (*exit*). In tale ottica, l'obiettivo della regolamentazione dovrebbe essere quello di garantire funzionalità, efficienza e liquidità dei mercati finanziari, in quanto un mercato con tali caratteristiche assicura la possibilità di diversificazione e agevole dismissione dell'investimento azionario.

L'utilizzo dell'*exit* quale meccanismo di tutela per l'azionista-investitore determina un sistema in cui il controllo indiretto sugli amministratori e, più in generale, sull'adeguatezza della *governance* societaria è (o dovrebbe essere) affidato a meccanismi di mercato. L'uscita degli azionisti insoddisfatti comporterebbe una riduzione del corso dei titoli<sup>11</sup> fino al punto in cui diviene conveniente per un terzo (*insurgent*) acquisire il controllo della società e sostituire gli amministratori e il *management* al fine di rilanciare la società stessa, realizzando il profitto conseguente.

La minaccia di un possibile *takeover* e i costi reputazionali ad esso associati avrebbero l'effetto di "disciplinare" gli amministratori, disincentivando fortemente comportamenti opportunistici in danno degli azionisti<sup>12</sup>. Il meccanismo del controllo

---

<sup>11</sup> Per un'analisi degli effetti che la minaccia di disinvestimento da parte di azionisti rilevanti può avere sul comportamento degli amministratori, v. A. EDMANS, G. MANSO, *Governance through trading and intervention: A theory of multiple blockholder*, 24 *The Review of Financial Studies* (2011), p. 2395 e ss.; A. EDMANS, *Blockholder trading, market efficiency, and managerial miopia*, 64 *The Journal of Finance* (2009), p. 2481 e ss.; A. ADMATI, P. PLFEIDER, *The 'Wall Street Walk' and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice*, 22 *The Review of Financial Studies* (2009), p. 2445 e ss.; R. PARRINO, R.W. SIAS, L.T. STARKS, *Voting With Their Feet: Institutional Ownership Changes Around Forced CEO Turnover*, 68 *Journal of Financial Economics* (2003), p. 3 e ss.

<sup>12</sup> È questo l'assunto fondamentale della teoria basata sul mercato del controllo societario (*market for corporate control*), formulata da H.G. MANNE nel suo celebre saggio *Mergers and the Market for Corporate Control*, 73 *The Journal of Political Economy* (1965), p. 110 e ss. La dottrina che ha sviluppato tale teoria è assai ampia; v., senza pretesa di completezza, ID., *Our Two Corporation Systems: Law and Economics*, 53 *Va. L. Rev.* (1967), 260 e ss., p. 265-266; P.V. LETSOU, *Shareholder Voice and the Market for Corporate Control*, 70 *Wash. U. L. Q.* (1992), p. 774 e ss.; M.C. JENSEN, *Eclipse of the Public Corporation*, 67 *Harv. Bus. Rev.* (1989), p. 61 e ss.; ID., *The Takeover Controversy: Analysis and Evidence*, 4 *Midland Corp. Fin. Journal* (1986), p. 465 e ss. H.G. MANNE, *Corporate Governance – Getting Back to Market Basics*, Seminario Consob 10 novembre 2008, disponibile su: [www.consob.it/documenti/.../seminario\\_20081110\\_manne.pdf](http://www.consob.it/documenti/.../seminario_20081110_manne.pdf). [*"a totally unfettered market for corporate control is literally all that is needed for near ideal corporate governance"*]. V. anche gli studi empirici di M.C. JENSEN, R.C. RUBACK, *The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence*, 11 *Journal of Financial Economics* (1983), p. 5 e ss. e G.A. JARRELL, J.A. BRICKLEY, J.M.

del mercato, pertanto, selezionerebbe "darwinianamente i buoni amministratori, in grado [...] di assicurare ad un sol tempo vuoi il soddisfacimento dell'interesse dei soci, vuoi la stabilità del loro incarico"<sup>13</sup>.

## 2. L'insufficienza dell'*exit* come strumento di reazione. La necessità di potenziare la *voice* degli investitori istituzionali

Esula dall'ambito di questa ricerca la compiuta analisi delle implicazioni della teoria del *market for corporate control* richiamata in chiusura dell'ultimo paragrafo e le molteplici obiezioni che alla stessa sono state mosse<sup>14</sup>. Al di là della constatazione che non sembrano sussistere, almeno nel nostro Paese, le condizioni per un efficace mercato del controllo societario<sup>15</sup>, giova piuttosto esaminare brevemente i vincoli che limitano il libero e immediato esercizio dell'opzione-uscita da parte degli azionisti, ponendo in discussione le conclusioni raggiunte in proposito nel paragrafo precedente e inficiando, quindi, la premessa cardine della richiamata teoria.

Lo smobilizzo dell'investimento, che ad una prima analisi sembrerebbe la scelta migliore per il piccolo risparmiatore, presenta una serie di inconvenienti che lo rendono assai più costoso per l'investitore istituzionale. Anzitutto, per l'evidente

---

NETTER, *The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980*, 2 J. Econ. Persp. (1988), p. 49 e ss.

<sup>13</sup> Così F. D'ALESSANDRO, *Un nuovo ruolo per l'assemblea nella società per azioni*, in ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Verso un nuovo diritto societario*, Il Mulino, 2002, p. 157.

<sup>14</sup> In particolare, la teoria in esame si fonda sul postulato fondamentale, codificato nell'*efficient capital market hypothesis* da E.F. FAMA, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 The Journal of Finance (1970), p. 383 e ss., secondo il quale il prezzo delle azioni riflette correttamente tutte le informazioni idonee a determinare il valore delle stesse azioni. Fra i numerosi contributi sull'argomento, v., senza pretesa di completezza, R.J. GILSON, R.H. KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 Va. L. Rev. (1984), p. 549 e ss.; D.R. FISCHER, *Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control, and the Regulation of Cash Tender Offers*, 57 Texas L. Rev. (1978), p. 1 e ss. In senso critico, v. J.R. MACEY, *Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure & Enron*, 89 Cornell Law Review (2004), p. 394 e ss.; B.J. CLARKE, *Where was the 'Market for Corporate Control' when we Needed it?* (Dicembre 2009), UCD Working Papers in Law, Criminology & Socio-Legal Studies Research Paper No. 23/2009, disponibile su: <http://ssrn.com/abstract=1524785>.

<sup>15</sup> F. D'ALESSANDRO, *supra* nota 13.

ragione che la liquidità di un investimento è inversamente proporzionale alla sua entità e, pertanto, la difficoltà di uscita aumenta al crescere della partecipazione<sup>16</sup>.

In secondo luogo, va considerato che alcuni dei problemi di azione collettiva esaminati in precedenza non sono estranei all'utilizzo dell'*exit*. In presenza di una gestione insoddisfacente, infatti, la soluzione in astratto migliore sarebbe quella di disinvestire; questa opzione, tuttavia, è disponibile solo per chi "*muove per primo*", in quanto gli altri monetizzerebbero una perdita consistente in seguito alla riduzione dei corsi azionari conseguente, appunto, alle vendite dei titoli. Vi è dunque un forte incentivo ad anticipare il mercato, ma la posizione di chi "*gioca d'anticipo*", per definizione, non può rappresentare una soluzione valida per tutti<sup>17</sup>; molti rischiano, invece, di rimanere "*prigionieri del loro titolo*"<sup>18</sup>.

Un terzo elemento di rigidità deriva dal fatto che generalmente i gestori sono tenuti al rispetto di regole di diversificazione del portafoglio e spesso i meccanismi di gestione riproducono indici o panieri azionari; ciò rende difficilmente percorribile la strada di una veloce liquidazione dell'investimento.

Infine, alcuni problemi di *governance* sono "*trasversali*": essi si riscontrano nella maggior parte delle società appartenenti a un determinato sistema economico-giuridico. Con riferimento all'esperienza italiana, ad esempio, i problemi legati alla concentrazione degli assetti proprietari, a sistemi piramidali di controllo nonché allo stretto legame, talvolta "*incestuoso*" tra gli amministratori e gli azionisti di controllo,

---

<sup>16</sup> Cfr. HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERT, *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, (2002), disponibile su: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf), p. 56 [*"The substantial holdings of institutional investors make the exit strategy (selling on the market) less attractive to them and they are increasingly inclined actively to engage in internal control within the company"*] citato da M. STELLA RICHTER JR., *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli e Lener, vol. I, Utet, 2010, nota 12, ove ulteriori riferimenti.

<sup>17</sup> Così R. PERNA, *Public company e democrazia societaria*, Il Mulino, 1998, p. 170, a cui si rinvia anche per un ampio esame delle questioni evidenziate nel testo.

<sup>18</sup> F. D'ALESSANDRO, *supra* nota 13.

sono comuni alla quasi totalità degli emittenti<sup>19</sup>. Tale circostanza limita significativamente l'efficacia di una strategia basata sull'opzione uscita per quei gestori che scontano vincoli di natura geografica nelle scelte di investimento (si pensi, ad esempio, ai fondi azionari italiani).

Gli aspetti critici sopra evidenziati riducono la possibilità di ricorrere all'*exit* quale misura di tutela da parte degli investitori istituzionali. Ciò rende necessario un rafforzamento degli strumenti di *voice* attraverso il ricorso a meccanismi che, opportunamente disciplinati, consentano di superare almeno in parte i problemi di azione collettiva esaminati in precedenza<sup>20</sup>. È bene rilevare che tale conclusione, che riguarda l'esigenze di tutela endosocietaria delle c.d. minoranze organizzate, non implica automaticamente che un ruolo attivo degli azionisti costituisca un'opzione efficiente sotto il profilo della *corporate governance* in generale<sup>21</sup>. Tuttavia, concludendo l'analisi su *exit* e *voice* quali forme di manifestazione del dissenso, merita sin d'ora sottolineare come quest'ultima abbia un valore segnaletico ben maggiore della prima e pertanto aumenti la qualità dell'informazione presente sul mercato, con effetti positivi sull'efficienza dello stesso<sup>22</sup>.

### **3. Gli investitori istituzionali quali interlocutori attivi nella *governance* societaria. Uno sguardo all'esperienza internazionale**

La comparsa degli investitori istituzionali come protagonisti attivi sulla scena della *corporate governance* a livello internazionale si fa tradizionalmente risalire al

---

<sup>19</sup> Cfr. M. STELLA RICHTER JR., *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, Giur. comm., 2006, p. 198.

<sup>20</sup> V. *supra*, par. 1 in questo capitolo.

<sup>21</sup> Su tale aspetto, v. *infra*, par. 4 in questo capitolo.

<sup>22</sup> V. D.C. DONALD, *Shareholders Voice and its Opponents*, 5 J. Corporate Law Studies (2005), p. 308, che rileva: "The message sent by exit is, however, semantically generic; it communicates to the market that something could be wrong, but does not specify what" e "voice has the valuable effect of creating a public good by affecting the environment in which the specific organization operates. Thus, in the case of a shareholder, voice may improve not only her corporation (private good), but the entire market (public good) in which the corporation is active".

1985, anno in cui, negli Stati Uniti vennero fondati il Council of Institutional Investors, una organizzazione di *lobbying* in favore dei diritti degli azionisti, e l'Institutional Shareholder Service, società inizialmente sorta con lo scopo di aiutare e indirizzare i fondi pensione nell'esercizio dei diritti di voto<sup>23</sup>.

A partire dalla seconda metà degli anni '80, cresce la ricerca da parte degli investitori istituzionali di un ruolo attivo nella dialettica interna delle società in cui gli stessi investono. Tale atteggiamento è conseguenza di due presupposti fattuali che limitano fortemente la possibilità di uscita dalle medesime società. In quegli anni, infatti, a seguito della diffusione delle c.d. misure antiscalata, si registra una diminuzione dei *takeover* ostili che riduce la possibilità di ricorrere al mercato del controllo come efficace strumento di disinvestimento. A ciò si aggiunge un processo, tuttora in corso, di trasformazione dell'azionariato delle società quotate nell'ambito del quale il modello di *public company* con una moltitudine di piccoli azionisti disinteressati alla gestione della società cede il posto ad una realtà caratterizzata dall'investimento mediato del risparmio, in cui il capitale delle società è detenuto in misura sempre crescente dagli investitori istituzionali<sup>24</sup>.

---

<sup>23</sup> V. M. LIPTON, *Shareholder Activism and the 'Eclipse of the Public Corporation': Is the Current Wave of Activism Causing Another Tectonic Shift in the American Corporate World?*, 2008, disponibile su: <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/files/2008/06/shareholder-activism-and-the-eclipse-of-the-public-corporation-is-the-current-wave-of-activism-causing-another-tectonic-shift-in-the-american-corporate-world.pdf>. Quella che vede protagonisti gli investitori istituzionali è nota come la terza fase dell'attivismo societario. Le prime manifestazioni di questo fenomeno si hanno già negli anni '20, per iniziativa di singoli o piccoli gruppi di individui (famosi, ad esempio, furono i fratelli Gilbert) che si ergono a difensori dei diritti degli azionisti in un contesto caratterizzato da comportamenti fortemente abusivi da parte degli amministratori. V. R. MARENS, *Inventing corporate governance: The mid-century emergence of shareholder activism*, 8 *Journal of Business and Management* (2002), p. 365 e ss. A tale fase pionieristica ha fatto seguito, negli anni '60 e '70, una seconda, nella quale la partecipazione assembleare viene utilizzata per condurre campagne sociali e politiche, coinvolgendo gli azionisti su temi di carattere generale quali, ad esempio, l'intervento militare in Vietnam o l'ecologia. Per una ricostruzione storica dell'evoluzione dell'attivismo societario negli U.S.A., v. R. PERNA, *supra*, nota 17, p. 141 e ss.

<sup>24</sup> V. S.L. GILLAN, L.T. STARKS, *The evolution of shareholder activism in the United States*, in Chew, Gillan (Eds.), *U.S. Corporate Governance*, Columbia Univ. Press, 2009, p. 205-207 che riportano la costante crescita della percentuale di capitale delle società americane detenuto dagli investitori

In tale scenario è maturato il tentativo di scalfire la supremazia degli amministratori nella ripartizione dei poteri all'interno delle società attraverso l'affermazione di diritti di *voice* più incisivi in favore degli azionisti. Come si vedrà meglio in seguito, gli investitori istituzionali, attraverso le proposte di deliberazione sottoposte al voto dell'assemblea, hanno promosso vere e proprie campagne volte a modificare l'assetto della società *target*. In una prima fase l'obiettivo principale di tali iniziative è stato la rimozione delle misure di difesa contro le acquisizioni ostili, quali, ad esempio, la scadenza scaglionata dei membri del consiglio di amministrazione (*staggered board*)<sup>25</sup>, ovvero i piani di emissione di azioni in funzione antisalata (*poison pills*), nonché l'introduzione del *cumulative voting* per la nomina delle cariche sociali.

Più recentemente, anche a seguito degli scandali finanziari occorsi nel periodo 2001-2002 (ad esempio, Enron e WorldCom), l'attenzione degli azionisti attivi (*shareholder activist*) si è concentrata su alcune modifiche al sistema di *corporate governance* volte a dare maggiore efficacia al voto espresso dai soci e ad affermare un modello di democrazia azionaria. In questa direzione vanno, in particolare (i) le proposte di modifica del meccanismo di elezione degli amministratori che prevedono l'introduzione del c.d. *majority vote* in luogo del *plurality vote*, (ii) il tentativo di

---

istituzionali (circa il 10% nel 1953, circa il 40% nel 1985 e oltre il 70% nel 2006). Nel 2009, gli investitori istituzionali detenevano il 73% del capitale delle prime 1.000 società degli Stati Uniti, v. M. TONELLO, S. RABIMOV, *The 2010 Institutional Investment Report*, The Conference Board, 2010. Un andamento analogo si riscontra nel Regno Unito, v. C. MALLIN, *Institutional investors: the vote as a tool of governance*, J. Manag. Gov. Online (2010), disponibile su: <http://www.springerlink.com/content/q70181q963850v62/fulltext.pdf>.

<sup>25</sup> La possibilità di introdurre uno *staggered* (anche detto *classified*) *board* è prevista dal par. 141(d) del Delaware General Corporation Law (DGCL). Oltre a comportare la scadenza scaglionata dei membri del consiglio di amministrazione, l'introduzione di uno *staggered board* limita la possibilità di sostituire o rimuovere gli amministratori, posto che, a norma del par. 141(k) del DGCL, in tale ipotesi questi ultimi sono revocabili solo per giusta causa. Sulla valenza "difensiva" della previsione di uno *staggered board*, v., senza pretesa di completezza, L.A. BEBCHUK, J. COATES, G. SUBRAMANIAN, *The powerful antitakeover force of staggered boards: Theory, evidence and policy*, 54 Stanford Law Review (2002), p. 887 e ss.; L.A. BEBCHUK, A. HAMDANI, *Optimal Defaults for Corporate Law Evolution*, 96 Nw. U. L. Rev. (2002), p. 489 e ss.

inserire le liste di candidati per il consiglio proposte dagli azionisti nel materiale distribuito dalla società in occasione dell'assemblea per la sollecitazione delle relative deleghe (c.d. *proxy access*<sup>26</sup>) e (iii) le proposte di introduzione di un voto non vincolante (*advisory vote*) sui compensi riservati ad amministratori e *top management* (c.d. *say on pay*).

Lungi dall'essere confinato agli Stati Uniti, l'attivismo degli investitori istituzionali ha assunto negli ultimi anni le dimensioni di un fenomeno globale, con forme e risultati diversi a seconda dei paesi presi in considerazione<sup>27</sup>. Ad esempio, mentre in Gran Bretagna l'intervento degli investitori istituzionali è stato generalmente diretto a sostituire singoli amministratori, nel resto d'Europa si è registrata una prevalenza di proposte concernenti aspetti più generali dell'organizzazione societaria, volte a definire le caratteristiche del consiglio di amministrazione e a promuovere un rafforzamento dei diritti degli azionisti<sup>28</sup>.

La crescente presenza di investitori istituzionali stranieri, in particolare anglosassoni, nel capitale delle società ha portato ad un aumento dell'attivismo degli azionisti anche in paesi tradizionalmente caratterizzati da sistemi economici bancocentrici e dall'assenteismo degli azionisti non di controllo<sup>29</sup>. È il caso del

---

<sup>26</sup> V. *infra*, cap. II, par. 11.

<sup>27</sup> Non rientra nell'ambito del presente lavoro un'analisi completa dello *shareholder activism* a livello mondiale. Per maggiori riferimenti che danno anche un'idea dell'ampiezza del fenomeno in discorso, v., oltre agli studi citati alle note 32 e 49, M. VAUGHN, L. RYAN, *Corporate governance in South Africa: A bellwether for the continent?*, 14:5 *Corporate Governance: An International Review*, p. 504 e ss.; AA. VV. *Shareholder Rights in Asia: Are Shareholders Flexing Their Muscles to Protect Themselves?*, ottobre 2010, disponibile su: [www.cfainstitute.org](http://www.cfainstitute.org).

<sup>28</sup> V. P. CZIRAKI, L. RENNEBOOG, P.G. SZILAGYI, *Shareholder Activism through Proxy Proposals: The European Perspective*, 16 *European Financial Management* (2010), p. 749–750.

<sup>29</sup> V. R. AGGARWAL ET AL., *Does Governance Travel Around the World? Evidence from Institutional Investors*, ECGI Finance Working Paper No. 267/2010, disponibile su: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1361143](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1361143) che, analizzando i dati relativi a 23 diversi paesi, evidenziano una positiva evoluzione della *corporate governance* nelle società in cui fanno ingresso investitori istituzionali esteri, in particolare provenienti da paesi anglosassoni. V. anche L.M. FAIRFAX, *Shareholder Democracy on Trial: International Perspective on the Effectiveness of Increased Shareholder Power*, 3:1 *Virginia Law & Bus. Rev.* (2008), p. 18-20.

Giappone, il cui sistema di *corporate governance* è improntato alla massimizzazione del valore per tutti gli *stakeholders*<sup>30</sup>, che negli ultimi anni ha visto gli investitori istituzionali stranieri e locali protagonisti di numerose campagne volte a modificare le politiche di distribuzione dei dividendi in favore degli azionisti e ad accrescere la trasparenza e la qualità del *management*<sup>31</sup>. Anche in Germania, paese in cui i sistemi piramidali di controllo e la centralità delle *hausebank* nella gestione delle deleghe di voto hanno storicamente limitato l'azione degli azionisti di minoranza, gli investitori istituzionali hanno assunto un crescente rilievo nella dialettica societaria, finendo per determinare l'esito di importanti acquisizioni<sup>32</sup>.

---

<sup>30</sup> V. M.J. ROE, *Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan, and the United States*, 102 *Jale L.J.* (1993), p. 1927 e ss.; R.J. GILSON, M.J. ROE, *Understanding the Japanese keiretsu: Overlaps between corporate governance and industrial organization*, 102 *Jale L.J.* (1993), p. 1927 e ss.; e, da ultimo, Y. HAMAO, K. KITSUNA, P. MATOS, *U.S.-Style Investor Activism in Japan: The First Ten Years* (Ottobre 2010). Marshall School of Business Working Paper No. FBE 06-10; ECGI - Finance Working Paper No. 290/2010; 5th Annual Conference on Empirical Legal Studies Paper, disponibile su: <http://ssrn.com/abstract=1573422> [v., in particolare la nota 23 ove si riporta questo interessante aneddoto "In April 1990, Nikkei Industrial (newspaper) conducted a survey of 100 managers asking, "To whom should corporations belong?" It allowed up to three multiple answers. The responses were (1) employees (80%); (2) society as a whole (70%), (3) shareholders (67%); (4) customers (27%); and (5) top management (19%)"].

<sup>31</sup> Y. HAMAO, K. KITSUNA, P. MATOS, *supra*, nota 30.

<sup>32</sup> Ci si riferisce, in particolare, alla fallita acquisizione della London Stock Exchange da parte di Deutsche Borse, dopo l'opposizione dell'*hedge fund* inglese TCI, che costrinse anche alle dimissioni l'amministratore delegato e il presidente del consiglio di sorveglianza della stessa Deutsche Borse. È interessante rilevare come all'abbandono della prospettata acquisizione abbia fatto seguito un incremento del prezzo delle azioni di Deutsche Borse del 30%, cfr. S. MOELLER, *Coping with Equity Market Reactions to M&A Transactions*, Qfinance, disponibile su: <http://www.qfinance.com/contentFiles/QF02/g26fs3i7/11/0/coping-with-equity-market-reactions-to-m-and-a-transactions.pdf>. Per una completa analisi della vicenda v. S. SUDARSANAM, T. BROADHURS, *Corporate governance convergence in Germany through shareholder activism: Impact of the Deutsche Boerse bid for London Stock Exchange*, J. Manag. Gov. (2010), disponibile su: <http://www.springerlink.com/content/q674717166116106/>, che dalla stessa traggono conferma dell'esistenza di una convergenza funzionale – che si verifica, cioè, sul piano concreto, pur in presenza di un quadro normativo formale diverso – del sistema di *corporate governance* tedesco verso quello anglosassone. Per un'analisi parzialmente diversa dei rapporti fra i due citati sistemi di *corporate governance*, v. D. ZETSCHE, *Explicit and Implicit Systems of Corporate Control – A Convergence Theory of Shareholder Rights*, Ctr. for Bus. & Corp. L., Working Paper No. 0001 (2004), disponibile su: <http://ssrn.com/abstract=600722>, ove ampi riferimenti bibliografici.

#### 4. Il ruolo degli azionisti attivi fra *shareholder primacy* e *director primacy*

L'emergere di un ruolo attivo da parte degli investitori istituzionali ha posto in discussione il modello di governo societario descritto da Berle e Means, basato sull'autonomia del *management* rispetto alla massa degli azionisti e sul disinteresse di questi ultimi all'esercizio dei diritti sociali loro spettanti. La presenza di azionisti dotati di elevata professionalità e capaci di raccogliere ed elaborare una grande quantità di informazioni ha stimolato un articolato dibattito dottrinale circa il possibile ruolo che essi possono rivestire nel sistema di *corporate governance*.

Nel tratteggiare i principali sviluppi del dibattito citato, è bene sottolineare che lo stesso si è sviluppato soprattutto negli Stati Uniti, avendo come principale riferimento il quadro normativo e giurisprudenziale del Delaware che, da un lato, attribuisce ampia competenza e discrezionalità agli amministratori e, dall'altro, riconosce un ruolo marginale all'assemblea dei soci, chiamata ad intervenire esclusivamente per le deliberazioni relative alla nomina degli amministratori, alle modifiche dell'atto costitutivo (*charter*) e dello statuto (*bylaw*), ad operazioni di fusione e cessione d'azienda, nonché allo scioglimento della società<sup>33</sup>.

Al di là del riferimento al dato normativo, tuttavia, ciò che in questa sede interessa cogliere sono le indicazioni di *policy* che emergono dal confronto fra i fautori di un rafforzamento della *shareholder voice* e i sostenitori di un diverso

---

<sup>33</sup> Cfr. DGCL, tit. 8, par. 141(a). Peraltro, solo per la nomina degli amministratori e per la modifica dello statuto gli azionisti possono deliberare in assenza di un'iniziativa del *board* (DGCL, tit. 8, par. 242(b)); sulle altre materie gli azionisti hanno sostanzialmente solo un potere di veto. In pratica, ulteriori norme e prassi limitano il potere degli azionisti anche relativamente ai due citati aspetti. In particolare il sistema del *plurality voting*, la presenza di *staggered board* (v. *supra*, nota 25) e, soprattutto, l'impossibilità per gli azionisti di proporre proprie liste di candidati se non attraverso un'autonoma *proxy solicitation* (v. *infra*, parr. 10 e 11 in questo capitolo), rendono la nomina degli amministratori da parte degli azionisti un "mito", consegnando di fatto agli stessi amministratori la scelta dei propri successori. Su questi aspetti v., in particolare, L.A. BEBCHUK, *The Myth of the Shareholder Franchise*, 93 Virginia Law Review (2007), p. 675 e ss., *Id.*, *supra*, nota 5.

modello di governo societario. I primi<sup>34</sup> individuano negli investitori istituzionali la possibile soluzione ai problemi di *agency*<sup>35</sup> posti dalla struttura della *public company*. Si osserva, infatti, che gli investitori istituzionali sono dotati della necessaria competenza e degli opportuni incentivi<sup>36</sup> per svolgere quel ruolo di supervisione sul *management* che il piccolo azionista non è interessato ad avere. L'attività degli investitori istituzionali non include né azioni volte a ottenere il controllo della società, né un'ingerenza nella gestione della stessa; essa dovrebbe avere come obiettivo alcune modifiche del sistema di *corporate governance* per garantire un più elevato potere di controllo diretto e indiretto da parte degli azionisti. Rientrano nella prima categoria le proposte relative all'introduzione di un'autorizzazione assembleare per talune operazioni suscettibili di incidere significativamente sul grado di contendibilità e sulla *performance* della società, quali ad esempio, l'introduzione di misure "*anti-scalata*".

Gli strumenti di controllo indiretto fanno leva, invece, sul ruolo di supervisione e indirizzo del *management* svolto dal consiglio di amministrazione; in questo senso diviene assai importante la possibilità per gli investitori istituzionali di avere una voce effettiva nella nomina degli amministratori, al fine di inserire nel consiglio propri rappresentanti<sup>37</sup>.

---

<sup>34</sup> B.S. BLACK, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, 39 UCLA L. Rev. (1992), p. 811 e ss.; ID., *The Value of Institutional Investor Monitoring: The Empirical Evidence*, 39 UCLA L. Rev. (1992), p. 895 e ss.; J.W. BARNARD, *Institutional Investors and the New Corporate Governance*, 69 N.C. L. Rev. (1991), p. 1135 e ss.

<sup>35</sup> M. JENSEN, W. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, 3 J. Fin Econ. (1976), p. 305 e ss.; E.F. FAMA, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, 88 The Journal of Political Economy (1980), p. 288 e ss.

<sup>36</sup> B.S. BLACK, *supra*, nota 34.

<sup>37</sup> Va notato, peraltro, che alcune delle proposte inizialmente avanzate dagli *shareholder activists* sono state successivamente introdotte attraverso modifiche normative. È il caso, ad esempio, degli *independent directors*, la cui presenza, in un numero tale da rappresentare la maggioranza degli amministratori in carica, è stata prevista dal regolamento del NYSE e del Nasdaq (cfr. NYSE LISTED COMPANY MANUAL, par. 303A.01; NASDAQ Rules, 3, r. 5605(b)(1)). In proposito, v. J.N. GORDON, *The*

Nell'ambito della teoria in esame, il voto degli azionisti viene dunque rivalutato come uno strumento in grado di imporre ai *managers* vincoli assai più efficaci e stringenti di quelli imposti dal mercato, sia esso il mercato del controllo societario, il mercato dei capitali, ovvero il mercato del lavoro degli stessi *managers*<sup>38</sup>.

Ben più radicale è il concetto di *shareholder democracy* propugnato da una successiva corrente dottrinale rappresentata principalmente dal prof. Bebchuk. Essa muove da una valutazione critica della ripartizione dei poteri fra amministratori e azionisti descritta sopra per sottolineare che la posizione di debolezza che contraddistingue gli azionisti delle società americane non deriva tanto dalla dispersione dell'azionariato<sup>39</sup>, quanto piuttosto dall'insieme di norme che privano gli azionisti stessi di un potere di intervento nella dialettica societaria, proteggendo il *management* in un "*meraviglioso isolamento*"<sup>40</sup>. Il correttivo proposto è, pertanto, un sostanziale rafforzamento del potere degli azionisti attraverso un ampliamento delle competenze a essi riservate tale da includere la possibilità di proporre e votare modifiche al sistema di *governance* della società nonché di intervenire attivamente sulle principali decisioni relative alla gestione<sup>41</sup>.

---

*Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: of Shareholder Value and Stock Market Prices*, 59 Stan. Law Rev. (2007), p. 1465 e ss.

<sup>38</sup> V. B.S. BLACK, op. ult. cit., p. 831.

<sup>39</sup> M.J. ROE, *Strong managers, weak owners: the political roots of American corporate finance*, Princeton Univ. Press, 1994.

<sup>40</sup> V. L.A. BEBCHUK, *supra*, nota 5, p. 842.

<sup>41</sup> Si tratta delle c.d. "*game-ending decisions*" (ad esempio, lo scioglimento la fusione della società) in merito alle quali la disciplina applicabile prevede sostanzialmente solo un potere di veto per gli azionisti (v. *supra*, nota 33) e delle c.d. "*scaling-down decisions*" (ad esempio, la distribuzione di dividendi) del tutto sottratte alla competenza assembleare (cfr. DGCL, par. 170 (a) e MBCA, par. 6.40). Nella prospettiva indicata nel testo, la possibilità che siano gli azionisti a farsi promotori delle deliberazioni richiamate non dovrebbe essere prevista come regola di *default*, ma dovrebbe costituire un'opzione per ciascuna società, da introdursi una modifica dell'atto costitutivo (*charter*) d'iniziativa assembleare. V. L.A. BEBCHUK, *supra*, nota 5, p. 892. Per una modello teorico che offre una dimostrazione analitica delle ipotesi in cui il controllo degli azionisti sulle scelte di gestione risulta ottimale, v. M. HARRIS, M.A. RAVIV, *Control of corporate decisions: Shareholders vs. management*, CRSP Working Paper 620, 2008.

La constatazione che il processo di elezione degli amministratori "*is tilted heavily towards management and does not operate in a way that encourages genuine choice or debate*"<sup>42</sup> porta la dottrina in parola a proporre anche delle correzioni al sistema di voto al fine di dare maggiore efficacia al potere degli azionisti di nominare gli amministratori<sup>43</sup>.

L'approccio ora descritto poggia sulla convinzione che l'esercizio del diritto di voto sia un importante strumento per accrescere la responsabilità degli amministratori verso gli azionisti (*accountability*), limitando i comportamenti opportunisti e fraudolenti dei primi; un maggior grado di democrazia societaria, pertanto, avrebbe effetti positivi per la *governance* delle società e si tradurrebbe in un aumento dello *shareholder value*<sup>44</sup>.

Le critiche alle teorie sopra illustrate avanzate da coloro che, pur con varietà di posizioni, supportano un modello basato sulla centralità del consiglio di amministrazione (*director primacy*) evidenziano, da un lato, i vincoli che impedirebbero agli investitori istituzionali di svolgere efficacemente la funzione di "controllori" che si vorrebbe affidare loro e, dall'altro, i rischi insiti nel rafforzamento della posizione degli azionisti a discapito del *management*.

Quanto al primo profilo, si osserva che gli investitori istituzionali sono soggetti, almeno in parte, ai medesimi problemi di azione collettiva che rendono "razionalmente apatici" i piccoli azionisti. Infatti, come già ricordato, l'impossibilità di internalizzare completamente i benefici derivanti dall'attività di controllo, incentiva un

---

<sup>42</sup> Così W.T. ALLEN, ET AL., *The Great Takeover Debate: A Meditation on Bridging the Conceptual Divide*, 69 U. Chi. L. Rev. (2002), p. 1094.

<sup>43</sup> V. L.A. BEBCHUK, *supra*, nota 33.

<sup>44</sup> V. L.A. BEBCHUK, *supra*, nota 33. V. anche INTERNATIONAL CORPORATE GOVERNANCE NETWORK (ICGN), *Statement of principles on institutional shareholder responsibilities* (2007), disponibile su: <http://www.icgn.org/best-practice/documents/earlier-editions/-/page/53/> ["*voting is not an end in itself but an essential means of ensuring that boards are accountable and fulfilling the stewardship obligation of institutions to promote the creation of value*"].

comportamento da *free rider* che riduce la propensione a svolgere un efficace monitoraggio sulla gestione<sup>45</sup>. Il *free riding*, peraltro, non è l'unico ostacolo all'intervento degli investitori nella *governance* della società.

Assai rilevante, infatti, è l'impatto dei conflitti di interessi di cui molti di essi sono portatori. Molti fondi di investimento appartengono a gruppi bancari e assicurativi e vedono limitata la possibilità di assumere posizioni in contrasto con il *management* delle società legate da relazioni commerciali e finanziarie con il gruppo<sup>46</sup>. Anche le società di gestione indipendenti, peraltro, versano in posizione di potenziale conflitto: essendo interessate a conservare la gestione dei piani pensionistici aziendali, sono incentivate ad agire in maniera conciliante nei confronti degli amministratori<sup>47</sup>. Inoltre, i gestori dei fondi pensione dei dipendenti pubblici, teoricamente meno soggetti ai citati conflitti di interesse, risultano esposti a pressioni di natura politica, talvolta sollecitate dagli stessi *manager* delle società<sup>48</sup>.

Quello dell'esistenza di conflitti di interesse in capo agli investitori istituzionali è un aspetto centrale anche nel dibattito europeo e italiano circa il ruolo degli stessi investitori nella *corporate governance*. In larga parte dell'Europa continentale<sup>49</sup> e in

---

<sup>45</sup> S.M. BAINBRIDGE, *Shareholder Activism and Institutional Investors*, UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 05-20 (settembre 2005), disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=796227>, p. 12.

<sup>46</sup> V. M.J. ROE, *supra*, nota 39, p. 62; S.M. BAINBRIDGE, *The Case for Limited Shareholding Voting Rights*, 53 UCLA L. Rev. (2005), 601, nota 80.

<sup>47</sup> V. M. KAHAN, E.B. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, 155 U. Penn Law Review (2007), p. 1054-1056.

<sup>48</sup> Le strategie di investimento dei fondi pensione pubblici sono, infatti, influenzate da considerazioni di politica sociale relative, ad esempio, alla tutela dell'occupazione locale. Un atteggiamento antagonista da parte di tali fondi può suscitare delle reazioni nelle società *target* potenzialmente in contrasto con i citati obiettivi politici (ad esempio, la chiusura di un impianto in un determinato Stato). Su questi aspetti, v. R. ROMANO, *Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered*, 93 Colum. L. Rev. (1993), p. 795 ss.

<sup>49</sup> V. J.M. GARRIDO, A. ROJO, *Institutional Investors and Corporate Governance, Solution or Problem*, in Hopt, Whymeersch (Eds.), *Company Law and Financial Markets*, Oxford Univ. Press, 2003, p. 357; J.M. GARRIDO, *ivi*, p. 449; P. SANTELLA ET AL., *A Comparative Analysis of the Legal Obstacles to*

special modo nel nostro Paese il problema è ulteriormente acuito dal fatto che spesso i gruppi bancari o assicurativi a cui appartengono i fondi di investimento<sup>50</sup> hanno stretti legami con le società presenti nel portafoglio dei medesimi fondi.

Senza voler qui condurre un'analisi della questione, mi pare che, rilevata l'insopprimibile esistenza di conflitti di interesse per gli investitori istituzionali, sarebbe opportuno lavorare sul piano della regolamentazione per limitare le criticità da essi derivanti, piuttosto che farne un argomento per contestare le scelte normative volte a sostenere la *voice* degli azionisti.

Inoltre, merita incidentalmente segnalare che il timore di ricadute negative sul *business*, che potrebbe spingere gli investitori ad un atteggiamento riluttante, non sempre trova conferma nella realtà. Guardando all'esperienza americana, infatti, si osserva che l'aumento del numero di investitori istituzionali inclini ad intervenire attivamente nella dialettica societaria ha ridotto il rischio per tali investitori di venire esclusi dai rapporti d'affari con le società. Inoltre, la diffusione del modello dello *shareholder activism* ha contribuito all'affermazione di un contesto culturale più attento alle istanze degli azionisti, con le quali il *management* è consapevole di doversi confrontare; in tale contesto, pertanto, un accentuato attivismo non comporta necessariamente una perdita di clientela *corporate* per l'investitore<sup>51</sup>.

Come già accennato, il rafforzamento degli azionisti è osteggiato dai fautori di un modello fondato sul primato degli amministratori che mettono in guardia dai rischi insiti nella perdita di autonomia del *board*. L'argomento teorico alla base della *director primacy* muove dagli studi di Ronald Coase sulle relazioni tra impresa e

*Institutional Investor Activism in Europe and in the US*, 2009, disponibile su: <http://ssrn.com/abstract=1137491>.

<sup>50</sup> In Italia le SGR appartenenti a gruppi bancari o assicurativi rappresentano un'ampia maggioranza del mercato. V. *infra*, nota 105.

<sup>51</sup> V. M. PINTO, *The Role of institutional Investors in the Corporate Governance*, German Working Papers in Law and Economics: Vol. 2006: Article 1,; disponibile su <http://www.bepress.com/gwp/default/vol2006/iss1/art1>, p. 61.

mercato<sup>52</sup> per sostenere che la chiave dell'efficienza della forma societaria risiede nel potere del consiglio di amministrazione di prendere d'autorità tutte le decisioni relative alla società<sup>53</sup>. In questo senso, si afferma, che la separazione fra proprietà e controllo all'interno della società è un aspetto positivo in quanto corrobora l'autorità decisionale del consiglio.

A ciò si aggiungono due osservazioni di carattere pratico: la prima sottolinea il rischio che, sotto la "minaccia" degli investitori attivisti, gli amministratori concentrino la propria attenzione su un'attività di *compliance* formale, sottraendo tempo e risorse alla gestione della società<sup>54</sup>. La seconda fa leva sui migliori risultati raggiunti dall'economia americana rispetto ad altri paesi, che vengono ricondotti alla validità di un sistema di *corporate governance* che ha storicamente riconosciuto un ruolo del tutto marginale agli azionisti<sup>55</sup>.

Gli altri due argomenti utilizzati per contrastare l'affermazione di un modello di *shareholder primacy* pongono in luce i conflitti derivanti dal rafforzamento degli azionisti.

In primo luogo, il conflitto tra diverse tipologie di azionisti<sup>56</sup>. Poiché questi ultimi non costituiscono un insieme omogeneo, le misure volte a incentivare la

<sup>52</sup> R. COASE, *The Nature of the Firm*, 4 *Economica* (1937), p. 386 e ss. che teorizza come l'impresa sorga quando è efficiente sostituire un'autorità decisionale centralizzata a plurimi meccanismi di mercato.

<sup>53</sup> V. S.M. BAINBRIDGE, *supra*, nota 46, p. 621-622 e ID., *supra*, nota 45.

<sup>54</sup> V. M. LIPTON, *supra*, nota 23.

<sup>55</sup> V. S.M. BAINBRIDGE, *supra*, nota 45, che, con riferimento al sistema di *corporate governance* citato nel testo, incisivamente osserva "*if one may invoke an old adage: if it ain't broke, don't fix it*". Nell'individuare una relazione diretta fra la crescita economica e dei mercati e bontà del sistema di *governance* delle imprese, tuttavia, l'argomento prova troppo. Esso, infatti, da un lato, porterebbe a concludere che i Paesi che crescono di più (ad es. Cina e India) esprimano una miglior *governance* societaria; dall'altro, andrebbe profondamente ridiscusso alla luce della recente crisi finanziaria ed economica.

<sup>56</sup> V. I. ANABTAWI, *Some Skepticism About Increasing Shareholder Power*, 53 *UCLA Law Review*, (2006), p. 561 ss. che individua le cause delle divisioni interne alla compagine azionaria nei diversi interessi dei soci dipendenti da: (i) la prospettiva temporale dell'investimento, distinguendo gli

partecipazione dei soci avrebbero l'effetto di favorire l'affermazione degli interessi privati espressi da determinati gruppi di soci, potenzialmente contrastanti con un obiettivo di massimizzazione dello *shareholder value* nel lungo periodo. Secondo tale interpretazione, pertanto, andrebbe preservato il ruolo del *board* quale organo in grado di mediare gli interessi degli azionisti.

In secondo luogo, altra parte della dottrina richiama il potenziale conflitto esistente fra gli azionisti e altri portatori di interessi nell'impresa (ad esempio finanziatori, lavoratori, comunità locali). Conformemente a uno schema descrittivo che valuta l'importanza dei contributi provenienti da tutti gli *stakeholder* della società (*team production theory*)<sup>57</sup>, la dottrina richiamata affida al *board* il compito di bilanciare gli interessi di tutti gli *stakeholder*<sup>58</sup>. In tale ottica, la posizione di debolezza degli azionisti viene considerata positivamente, in quanto garantirebbe agli amministratori la necessaria discrezionalità.

interessi degli azionisti che prevedano un disinvestimento nel lungo periodo, rispetto a quelli che considerino un realizzo più rapido; (ii) il grado di diversificazione del rischio nei portafogli di investimento dei soci; (iii) l'interesse degli azionisti rispetto alla società, distinguendo tra coloro i quali intrattengono con la società rapporti relativi alla sola detenzione della partecipazione azionaria e soci che, invece, ne siano dipendenti, collaboratori o *manager*; (iv) la circostanza che il socio debba perseguire interessi di tipo sociale, ulteriori e diversi rispetto agli interessi puramente economici (ad esempio, qualora il socio sia un fondo pensione); (v) il ricorso a tecniche di limitazione del rischio di investimento (*hedging*), quali, ad esempio, strumenti finanziari derivati, opzioni *put* ovvero altri contratti finanziari.

<sup>57</sup> V. M.M. BLAIR, L.A. STOUT, *A Team Production Theory of Corporate Law*, 85 Va. L. Rev. (1999), p. 247 e ss. e, con qualche apertura nei confronti della *shareholder primacy*, L.A. STOUT, *Bad and Not-So-Bad Arguments for Shareholder Primacy*, 75 Southern California Law Review (2002), p. 1189 e ss.

<sup>58</sup> Nel senso che il *board* debba tenere in considerazione anche interessi diversi da quelli degli azionisti, v. anche F. PARTNOY, *Adding Derivatives to the Corporate Law Mix*, 34 G A. Law Review (2000), p. 612–16; T.A. SMITH, *The Efficient Norm for Corporate Law: A Neotraditional Interpretation of Fiduciary Duty*, 98 Mich. Law Review (1999), p. 218–220. In senso contrario al ruolo del *board* come mediatore fra i vari portatori di interessi nell'impresa, v. S.M. BAINBRIDGE, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 Nw. Univ. Law Review (2003), p. 593–605; D. MILLON, *New Game Plan or Business as Usual?: A Critique of the Team Production Model of Corporate Law*, 86 Va. Law Review (2000), p. 1024–42; M.J. ROE, *The Shareholder Wealth Maximization Norm and Industrial Organization*, 149 U. Pa. Law Rev. (2001), p. 2065 [*"a stakeholder measure of managerial accountability could leave managers so much discretion that managers could easily pursue their own agenda, one that might maximize neither shareholder, employee, consumer, nor national wealth, but only their own"*].

I due argomenti da ultimo descritti sollevano rilevanti questioni relative al concetto di interesse sociale e agli obiettivi cui deve tendere l'azione degli amministratori, che esulano dall'ambito della presente ricerca. Ciò che interessa in questa sede rilevare è come la teoria basata sulla *director primacy*, nelle sue diverse declinazioni, svaluti il diritto di voto e il ruolo degli azionisti all'interno della *corporate governance*. Secondo il richiamato orientamento, infatti, il voto assume valore solo quale strumento che consente la sostituzione degli amministratori nell'ambito di un *takeover* lanciato da un potenziale scalatore<sup>59</sup>. Siffatta impostazione, pertanto, individua nell'*exit* lo strumento di reazione dell'azionista insoddisfatto<sup>60</sup> e affida ai meccanismi di mercato il compito di disincentivare comportamenti opportunistici o fraudolenti da parte degli amministratori.

L'analisi condotta nel precedente paragrafo 2 ha mostrato le criticità che limitano l'utilizzo dell'opzione uscita da parte degli investitori istituzionali e compromettono l'efficacia del mercato del controllo societario come strumento di disciplina del *management*. Quanto all'impostazione tendente a svalutare l'importanza del diritto di voto, giova rilevare che essa non è accolta nei principi internazionali in materia di *corporate governance*<sup>61</sup> nè, come si vedrà più in dettaglio, dalle scelte del legislatore americano ed europeo.

---

<sup>59</sup> V. S.M. BAINBRIDGE, *supra*, nota 46, p. 628 che rileva: "*shareholder voting properly comes into play as an accountability mechanism only when [management] performance is sufficiently degraded from expectations to make a takeover fight worth waging*". Tale impostazione mi sembra tuttavia in parziale contraddizione con il fatto che il medesimo Autore ritenga di riservare anche agli amministratori la valutazione circa l'opportunità di adottare misure di difesa dai *takeover* ostili.

<sup>60</sup> V. S.M. BAINBRIDGE, *op. ult. cit.*, p. 619.

<sup>61</sup> Cfr. OCSE, *Principi di governo societario*, (2004), disponibile su: <http://www.oecd.org/dataoecd/59/42/34622654.pdf>.

## 5. Il voto per delega nelle società quotate italiane: l'ambivalenza dello strumento fra consolidamento del controllo e *voice* degli azionisti

L'assetto proprietario delle società italiane si caratterizza per la presenza di un socio, o un nucleo di soci, di controllo. I problemi di *governance* che tale fisionomia della struttura proprietaria pone sono evidentemente diversi da quelli rilevati in precedenza con riferimento alla realtà americana, concernendo non tanto il rapporto fra azionisti e amministratori, quanto piuttosto quello fra maggioranza (e amministratori ad essa legati) e minoranza (*rectius*, minoranze) azionarie. Tale diversità non impedisce di cogliere come le valutazioni esaminate nei paragrafi precedenti con particolare riferimento alla realtà americana riverberino nel dibattito che nel nostro Paese ha interessato il ruolo dell'assemblea e il tema, ad esso strettamente collegato, del voto per delega.

L'intima connessione fra i due istituti richiamati emerge chiaramente ove si consideri che alla delega assembleare si riconosce tradizionalmente una duplice funzione. Da un lato, quella di consentire la partecipazione alla vita societaria anche a chi è impossibilitato o non intenzionato a intervenire direttamente in assemblea<sup>62</sup>; in tal senso, emerge il profilo individuale della delega, diretto a soddisfare un interesse partecipativo del socio<sup>63</sup>. Dall'altro lato, quella di facilitare il raggiungimento dei *quorum* costitutivi e deliberativi, ovviando ai problemi derivanti dall'assenteismo degli azionisti. In relazione a questa funzione organizzativa, l'istituto trascende l'interesse del socio, essendo diretto a potenziare la capacità operativa dell'organo assembleare. Con riferimento alle due funzioni ora citate, emerge una prima ambivalenza della rappresentanza assembleare, in quanto essa, oltre a consentire la

<sup>62</sup> Questa visione schiettamente privatistica dell'istituto della delega era riflessa nell'art. 147 del Codice del 1865 e nell'art. 160 del Codice di commercio che sanciva il diritto di tutti i soci a farsi rappresentare in assemblea, rimettendo esclusivamente alla volontà negoziale, la previsione di eventuali limitazioni da includersi nell'atto costitutivo o nello statuto. V. U. NAVARRINI, *Della società e delle associazioni commerciali*, in Commentario al Codice di commercio, II, Vallardi, 1924, p. 543 e C. VIVANTE, *Sul risanamento della società anonima*, Riv. dir. comm., 1917, p. 66.

<sup>63</sup> S. ROSSI, *Il voto extrassembleare*, Giuffrè, 1997, p. 44.

partecipazione indiretta dei soci all'assemblea, interferisce "con una serie di interessi antagonisti con il libero esercizio del potere di rappresentanza"<sup>64</sup>.

L'indagine che si intende condurre, peraltro, è volta ad approfondire una terza e più importante funzione che la delega assume nelle società quotate. In tale contesto la sua natura di strumento di partecipazione risulta attenuata, mentre assai più significativo è il suo ruolo quale strumento di governo societario<sup>65</sup>. Infatti, la valorizzazione della posizione degli azionisti attuata attraverso la previsione della rappresentanza assembleare non costituisce il fine ultimo della disciplina in esame. Essa si iscrive piuttosto in un più ampio disegno tendente a ricercare un miglior equilibrio all'interno della *governance* societaria.

Ciò è evidenziato dal fatto che l'obiettivo del legislatore non pare essere tanto quello di facilitare il ricorso alla rappresentanza azionaria in quanto tale. Attraverso la disciplina della sollecitazione di deleghe, il TUF incentiva l'aggregazione della partecipazione nelle mani del proponente che può così disporre di un pacchetto di voti "pesante" e "orientato" tale da consentirgli di intervenire incisivamente in assemblea<sup>66</sup>. Benchè le modifiche normative introdotte in recepimento della direttiva 2007/36/CE<sup>67</sup> siano volte anche ad accrescere la partecipazione degli "azionisti minimi"<sup>68</sup>, mi pare che una prospettiva concreta per l'istituto in esame non possa che

---

<sup>64</sup> Così, G. SBISÀ, *Commento sub art. 2372*, in Commentario al Codice Civile diretto da Cendon, Giuffrè, 1991, p. 1006, che, tra gli interessi citati nel testo, indica quelli "alla corretta formazione della maggioranza assembleare, alla effettiva dialettica assembleare, alla identificazione del gruppo di maggioranza [...] al rispetto dei reciproci ruoli fra i vari organi della società".

<sup>65</sup> V. G. GRIPPO, *La delega di voto, ramo d'oro del potere. Profili di corporate governance*, Giur. It., 2000, p. 2428 e ss. e G. PRESTI, *La nuova disciplina delle deleghe di voto*, Banca impresa società, 1999, p. 35 e ss.

<sup>66</sup> P. MARCHETTI, *Il ruolo dell'assemblea nel T.U. e nella corporate governance*, in AA. VV., *Assemblea degli azionisti e nuove regole del governo societario*, Cedam, 1999, p. 10.

<sup>67</sup> Ci si riferisce, ad esempio, alla figura del rappresentante designato (art. 135-*undecies* del TUF) nonchè alla possibilità che il promotore raccolga anche deleghe contenenti un voto difforme rispetto alle sue proposte (c.d. *two-way proxy*). Su quest'ultimo aspetto, v. *infra*, cap. IV, par. 5.

<sup>68</sup> L'espressione è di P. MONTALENTI, *Corporate governance: raccomandazioni Consob e prospettive di riforma*, Riv. soc., 1997, p. 717.

andar ricercata guardando alla sua funzione di rafforzamento della posizione del promotore<sup>69</sup>. In quest'ottica, è bene evidenziare sin d'ora una seconda ambivalenza della rappresentanza azionaria nelle società quotate. Essa, infatti, ha un carattere neutro<sup>70</sup>, funzionale sia a operazioni di consolidamento del gruppo minoritario di comando e degli amministratori, sia ad iniziative di segno opposto, finalizzate, da un lato, a contendere il controllo della società e, dall'altro, ad accrescere la vigilanza sull'operato degli amministratori.

Gli interessi che la sollecitazione di deleghe contribuisce ad affermare sono, pertanto, diversi a seconda dell'uso concreto che della stessa viene fatto, il quale, a sua volta, dipende da un insieme di circostanze, alcune esogene ed altre endogene al dato normativo. Fra le prime rientra la struttura proprietaria delle società, essendo evidente che, in presenza di assetti proprietari concentrati, risulti limitato l'utilizzo della sollecitazione quale strumento per l'acquisizione del controllo. Tra le seconde vanno compresi i vincoli che la disciplina in esame definisce al fine di limitare i comportamenti abusivi, nonché gli strumenti previsti a favore della funzionalità dell'assemblea e a tutela delle minoranze. Ed è proprio in relazione a tali strumenti che la delega "*sollecitata*" valorizza la *voice* dei soci interessati a svolgere un ruolo di monitoraggio nei confronti della maggioranza e degli amministratori dalla stessa

---

<sup>69</sup> In tal senso va letta la possibilità, espressamente riconosciuta dalla disciplina riformata (v. MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *Attuazione della direttiva 2007/36/CE, seconda consultazione*, 24 luglio 2009, disponibile su [http://www.dt.tesoro.it/it/consultazioni\\_pubbliche/](http://www.dt.tesoro.it/it/consultazioni_pubbliche/)), che la sollecitazione di deleghe sia rivolta anche solo ad alcuni azionisti. V. anche la posizione della CONSOB, *Nota tecnica in materia di sollecitazione e raccolta di deleghe di voto e di voto per corrispondenza*, p. 48, disponibile su [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori\\_preparatori/deleghe.htm?hkeywords=&docid=32&page=1&hits=79](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/deleghe.htm?hkeywords=&docid=32&page=1&hits=79), nonché G. GRIPPO, *supra*, nota 65 e G. PRESTI, *supra*, nota 65, p. 36-38.

<sup>70</sup> Tale caratteristica è rilevata da molti Autori. V., tra questi, S. GATTI, *La rappresentanza del socio in assemblea*, Giuffrè, 1975, p. 21; R. SACCHI, *Assemblea. L'intervento e il voto nell'assemblea di s.p.a. Profili procedurali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, Vol. 3\*, Utet, 1994, p. 385; G. GRIPPO, *supra*, nota 65, passim; M. BIANCA, *La rappresentanza dell'azionista nelle società a capitale diffuso*, Cedam, 2003, p. 5.

espressi<sup>71</sup>. Ciò chiarito, pare utile ripercorre brevemente l'evoluzione della disciplina della rappresentanza assembleare al fine di individuare le scelte di volta in volta compiute dal legislatore in relazione ai profili di ambivalenza sopra individuati.

## 6. L'evoluzione della disciplina italiana del voto per delega

Come noto, nel dibattito che precedette l'emanazione della L. 216/74, la dottrina italiana aveva messo a fuoco il problema dell'assenteismo della maggioranza degli azionisti, conseguente alla diffusione delle azioni presso una moltitudine di soci interessati esclusivamente agli aspetti finanziari (percezione dei dividendi e, soprattutto, andamento del titolo in borsa) della loro partecipazione<sup>72</sup>. A fronte di questo mutamento strutturale che interessava la grande società per azioni<sup>73</sup>, in cui si veniva a delineare una netta cesura fra gli "azionisti-risparmiatori" e gli "azionisti-imprenditori", la dottrina assunse due posizioni diverse. Da un lato vi era chi riteneva che l'assenteismo degli azionisti fosse una caratteristica inevitabile della società ad azionariato diffuso, di cui l'ordinamento avrebbe dovuto prendere atto. In tale ottica, la protezione dei piccoli azionisti avrebbe dovuto essere affidata a strumenti di eterotutela<sup>74</sup>, risultando inutile o addirittura dannoso il potenziamento dei diritti partecipativi<sup>75</sup>.

---

<sup>71</sup> G. PRESTI, *supra*, nota 65, p. 37 e F. GHEZZI, *Commento sub art. 137 in La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, a cura di Marchetti e Bianchi, Giuffrè, 1999, p. 1246.

<sup>72</sup> V. già L. LORDI, *Sul progetto del nuovo codice di commercio, libro III, dei titoli di credito, capo III, dei titoli al portatore*, Riv. dir. comm., 1926, p. 561 che individuava il problema. Sul punto, V. G. FERRI, *Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, Riv. soc., 1956, p. 35 e ss.

<sup>73</sup> V. P. SPADA, *C'era una volta la società*, Riv. Not., 2004, p. 2 e ss.

<sup>74</sup> Risponde a questa esigenza l'istituzione della Consob, alla quale è affidato il controllo sul funzionamento dei mercati e su alcuni aspetti della gestione sociale di particolare interesse per i "soci-risparmiatori" v. A. TUCCI, *Gestione dell'impresa e supervisione degli azionisti*, Giuffrè, 2003, p. 4.

<sup>75</sup> V. G. FERRI, *supra*, nota 72 e B. VISENTINI, *Evoluzione e problemi della società per azioni e lineamenti generali della riforma*, in *La riforma delle società di capitali, Atti del Convegno internazionale di studio sulla riforma delle società per azioni (Venezia, 6-7-8 ottobre 1966)*, a cura di Fenghi e Santa-Maria, Giuffrè, 1966, vol. I, p. 6 e ss.

Altri contestavano l'assunto della inevitabile passività dei piccoli azionisti e ritenevano opportuna la riattivazione dei meccanismi interni di democrazia societaria, attraverso un'adeguata disciplina degli istituti che si erano prestati ad un uso improprio a vantaggio del gruppo di controllo, fra i quali *in primis* il voto per delega<sup>76</sup>. La disciplina allora vigente in materia, fortemente deregolamentata, aveva infatti consentito l'accumulo delle procure di voto nelle mani delle banche<sup>77</sup> che, influenzate da evidenti conflitti di interesse, avevano solitamente favorito gli amministratori in carica<sup>78</sup>. In relazione alle modalità con le quali regolare il fenomeno, si confrontarono due diverse impostazioni, riconducibili agli approcci teorici generali sopra individuati.

Il Progetto Ascarelli<sup>79</sup> prospettava un modello che, ispirandosi alla disciplina statunitense, favorisse un uso consapevole della delega, attraverso la fissazione di precisi limiti ai poteri conferiti al rappresentante e, soprattutto, tramite un'adeguata *disclosure* in merito agli argomenti all'ordine del giorno e sulla posizione che il rappresentante avrebbe assunto in merito.

Il Progetto Marchetti<sup>80</sup>, per contro, propugnava un regime estremamente restrittivo della rappresentanza assembleare, quale unico antidoto all'uso "*degenerativo*" che della stessa veniva fatto a vantaggio del gruppo di comando.

---

<sup>76</sup> V. T. ASCARELLI, *supra*, nota 9, p. 19; G. AULETTA, *L'ordinamento della società per azioni*, Riv. soc., 1961, p. 1 e ss.; L. BUTTARO, *Le azioni senza voto in La riforma delle società di capitali in Italia*, a cura di Fenghi e Santa Maria, Giuffrè, 1968, vol. II, p. 509 e ss.; G. OPPO, *Prospettive di riforma e tutela della società per azioni*, Riv. soc. 1961, p. 361 e ss. Per una ricostruzione ed analisi del dibattito, v. M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, Giuffrè, 1981, p. 1 e ss.

<sup>77</sup> Era, infatti, pratica corrente inserire nei contratti di deposito titoli una clausola che riservasse alla banca la rappresentanza azionaria del cliente depositante. V. A. GRAZIANI, *Possono le banche rappresentare gli azionisti nelle assemblee delle società?*, BBTC, 1956, p. 52 ss.; ID., Postilla, BBTC, 1956, p. 528 ss.

<sup>78</sup> V. F. GHEZZI, *supra*, nota 71, p. 1254 e nota 40 e G. PELLEGRINO, *La nuova disciplina della rappresentanza dell'azionista nelle società quotate*, Giuffrè, 2002, p. 8-11.

<sup>79</sup> Pubblicato su Riv. soc., 1956, p. 604 e ss.

<sup>80</sup> Pubblicato su Riv. soc., 1973, p. 270 e ss.

Prevalse quest'ultima impostazione, largamente recepita nell'art. 8 della L. 216 del 1974<sup>81</sup> che riformulò l'art. 2372 c.c., introducendo una serie di limitazioni all'uso della delega<sup>82</sup>. In particolare, al fine di evitare il fenomeno dell'incetta di procure, fu previsto un drastico limite al numero di soci rappresentabili dal medesimo soggetto, con un sistema di soglie variabile in ragione del fatto che la società fosse quotata<sup>83</sup> e delle dimensioni del suo capitale. Venne altresì precisato che la delega avrebbe potuto essere concessa solo per singole assemblee e fu imposto il divieto di delega in bianco. Per contenere ulteriormente il rischio che la rappresentanza azionaria venisse usata a vantaggio degli amministratori e/o del gruppo di comando, fu esteso il novero di soggetti ai quali era preclusa la possibilità di ricevere deleghe, includendovi, tra gli altri, anche le banche<sup>84</sup>.

La scelta "proibizionista" del legislatore che, seguendo un'impostazione per certi versi paternalistica, riteneva di tutelare gli azionisti "minimi" attraverso una sostanziale preclusione dell'uso della delega, fu oggetto di immediate e articolate critiche da parte della dottrina<sup>85</sup>.

In primo luogo, si rilevò la facilità con cui i medesimi divieti potevano essere elusi, ricorrendo, ad esempio, a prestanome per aggirare i limiti soggettivi imposti

---

<sup>81</sup> La c.d. "mini-riforma" delle società per azioni fu accolta con giudizi generalmente critici da parte della dottrina. V. per tutti, F. GALGANO, *Giudizio sulla riforma stralcio della società per azioni*, Giur. comm., 1974, p. 425 e ss.; G. COTTINO, *La Commissione per le società e la borsa: luci ed ombre della mini-riforma*, Giur. comm., 1974, p. 439 e ss. e V. SANTORO, *Dai progetti di riforma all'attuale miniriforma delle s.p.a.*, Giur. comm., 1976, I, p. 872 e ss.

<sup>82</sup> Sulle modifiche apportate dalla l. 216 del 1974 all'art. 2372, v. P.G. JAEGER, *La nuova disciplina della rappresentanza azionaria*, Giur. comm., 1974, p. 556 ss.; S. GATTI, *supra*, nota 70; S. ROSSI, *supra*, nota 63, p. 38 e ss.; F. GHEZZI, *supra*, nota 71, p. 1254 – 1257; L. SCHIUMA, *Le deleghe di voto tra diritto delle società e diritto del mercato azionario*, ed. provv., Roma, 2005, p. 25 – 39 e M. BIANCA, *supra*, nota 70, p. 72 – 79.

<sup>83</sup> Tale riferimento è stato poi esteso alle società "aperte".

<sup>84</sup> Il divieto, già esistente per amministratori e dipendenti della società, fu inoltre esteso ai sindaci, alle società controllate e ad amministratori, sindaci e dipendenti di queste.

<sup>85</sup> Per una ricostruzione, v. M. BIANCA, *supra*, nota 70, p. 81 e ss. e gli autori ivi citati alla nota 1. In merito, v. anche R. PERNA, *La nuova disciplina del voto per delega ed il governo societario delle imprese italiane* (prima parte), *Le Società*, 1999, p. 269 e ss.

dalla norma. La seconda osservazione, ben più rilevante in quanto diretta alle scelte di *policy* operate dal legislatore, poneva in luce come la disciplina richiamata, pur muovendo da una corretta individuazione del problema legato alla rappresentanza, aveva l'effetto di limitare significativamente la partecipazione degli azionisti di minoranza alle assemblee, finendo paradossalmente per favorire il gruppo di maggioranza relativa il cui potere la riforma aveva inteso invece ridimensionare<sup>86</sup>.

## **7. (Segue) Il mutamento di approccio contenuto nel TUF. L'introduzione della sollecitazione di deleghe.**

Il rischio che la disciplina introdotta con la c.d. "mini-riforma" del 1974 comportasse una riduzione del grado di contendibilità del controllo indusse un profondo ripensamento della materia.

Nell'ambito di un disegno complessivo teso ad agevolare la mobilitazione del controllo, il TUF adottò, in tema di rappresentanza assembleare, un'impostazione che *"rovescia[va] la prospettiva che il legislatore del 1974 intese adottare limitando fortemente la libertà di conferimento di deleghe di voto da parte degli azionisti"*<sup>87</sup>.

Recuperando i principi dell'impostazione ascarelliana e traendo ispirazione dalla disciplina nordamericana, il legislatore del TUF, anziché imbrigliare la rappresentanza azionaria con una serie di limitazioni e divieti, puntò a rivitalizzare

---

<sup>86</sup> V. P.G. JAEGER, *Le deleghe di voto in La riforma delle società quotate. Atti del convegno di Studio – Santa Margherita Ligure (13 – 14 giugno 1998)*, Giuffrè, 1998, p. 87, che sottolinea come la critica *"non contesti la diagnosi ma la terapia proposta per combattere gli inconvenienti del sistema"*.

<sup>87</sup> Così, M. DRAGHI, *Audizione parlamentare 10 dicembre 1997 davanti alla Commissione Finanza e Tesoro della Camera dei Deputati*, Giur. comm., 1997, p. 786. V. anche T. PADOA SCHIOPPA, *Audizione del 20 gennaio 1998 del Presidente della Consob*, Riv. soc., 1998, p. 217 e ss. Il radicale mutamento nell'approccio del legislatore è evidenziato unanimemente in dottrina; v., senza pretesa di completezza, P.G. JAEGER, *supra*, nota 86, p. 79; R. SACCHI, *Sollecitazione e raccolta delle deleghe di voto in La riforma delle società quotate. Atti del convegno di Studio – Santa Margherita Ligure (13 – 14 giugno 1998)*, Giuffrè, 1998, p. 384; P. MARCHETTI, *D.lgs. 58/1998. L'incidenza sulla disciplina dell'assemblea: primi commenti*, Le società, 1998, p. 557 e ss.; F. DI SABATO, *Le nuove frontiere della società verso il 2000*, Riv. dir. impresa, p. 221.

l'istituto, affidando a un articolato regime di *disclosure* e di responsabilità il compito di limitare e sanzionare gli abusi da parte del delegato.

Punto focale di tale approccio fu l'introduzione della disciplina della sollecitazione e della raccolta di deleghe, che occupa la sezione terza del TUF, immediatamente successiva a quella relativa alla tutela delle minoranze. Tale collocazione dà conto del già rilevato carattere neutro della sollecitazione di deleghe, suscettibile di utilizzo sia da parte di minoranze interessate ad esercitare un monitoraggio sulla gestione<sup>88</sup>, che da parte del gruppo di controllo.

Il regime introdotto dal TUF trova applicazione alle società quotate in deroga ai vincoli previsti dalle disposizioni civilistiche sulla delega, determinando così uno scaglino normativo rispetto alle società non quotate che restano soggette alla stringente disciplina dettata dall'art. 2372 c.c.<sup>89</sup>. Anche tale disposizione, peraltro, è stata modificata dal Testo Unico, che ha eliminato definitivamente il divieto di delega alle banche, già in precedenza derogato dall'art. 20, comma 1, del D.lgs. n. 415/1996<sup>90</sup> per la rappresentanza relativa alle azioni detenute nell'ambito della gestione individuale di portafogli.

---

<sup>88</sup> L'intera disciplina del TUF a tutela delle minoranze ha come riferimento le minoranze qualificate e segnatamente gli investitori istituzionali e non il piccolo azionista "*indipendente*". V. M. DRAGHI, *supra*, nota 87; A. GAMBINO, *Tutela delle minoranze*, in *Atti del convegno di Studio – Santa Margherita Ligure (13 – 14 giugno 1998)*, Giuffrè, 1998; G. OPPO, *Maggioranza e minoranza nella riforma delle società quotate*, Riv. dir. civ., 1999, p. 231 e ss.; P. MONTALENTI, *Corporate governance: la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate*, Giur. comm., 1998, p. 329 e ss. e Id. *La Società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, vol. IV, Cedam, 2004, p. 341 e ss. In senso critico verso questa impostazione, v. C. ANGELICI, *Le 'minoranze' nel decreto 58/1998: 'tutela' e 'poteri'*, Riv. dir. comm., 1998, p. 207 e ss.

<sup>89</sup> In particolare, nelle società non quotate rimane percorribile la strada dell'esclusione in radice, per via statutaria, del diritto di conferire la delega assembleare, mentre per le società quotate viene prevista l'inapplicabilità alle deleghe conferite nell'ambito di una sollecitazione o di una raccolta delle clausole statutarie limitative della rappresentanza assembleare. Tale norma è stata ulteriormente modificata a seguito del recepimento della direttiva 2007/36/CE; per una descrizione della disciplina riformata, v. *infra*, par. 9 in questo capitolo.

<sup>90</sup> Tale modifica, quindi, interessa anche le società non quotate. V. S. GATTI, *Commento sub art. 137*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Cedam, 1998, p. 1251 che solleva dubbi di legittimità costituzionale, atteso che il

Le norme relative alla sollecitazione di deleghe saranno oggetto di una dettagliata analisi nei capitoli III e IV. Preme qui sottolineare come il TUF, in luogo di un regime imperniato sui divieti, introduca una disciplina procedimentalizzata della sollecitazione di deleghe, volta ad assicurare, la trasparenza e la correttezza delle operazioni di sollecitazione<sup>91</sup>. Si vuole, da un lato, attraverso l'imposizione di una serie di obblighi informativi a carico del sollecitante, rendere l'azionista consapevole in merito alle deliberazioni oggetto di delega, agli interessi e alle motivazioni del delegato e, dall'altro, attraverso la previsione di precisi canoni di comportamento, evitare possibili abusi da parte dello stesso delegato. Il quadro normativo di tutela dell'azionista si completa con un regime di responsabilità particolarmente stringente che sposta sul committente e sull'intermediario<sup>92</sup> l'onere della prova di aver agito con la diligenza richiesta.

Il perseguimento degli obiettivi sopra richiamati è affidato anche ad un pervasivo potere di controllo della Consob, che si esplica tanto sull'adeguatezza dell'informazione diffusa in occasione della sollecitazione, quanto sulla correttezza delle procedure. L'organo di vigilanza è inoltre chiamato a dare attuazione attraverso la propria regolamentazione alle norme dettate dal TUF.

La dottrina ha accolto con commenti di generale apprezzamento le innovazioni introdotte dal TUF, sottolineando, da un lato, il positivo cambiamento di rotta rispetto

TUF si basa su una delega relativa solo alle società quotate. Sull'abrogazione del divieto di delega per le banche v. anche G. OPPO, *Patti parasociali: ancora una svolta legislativa*, Riv. dir. civ., 1998, p. 215 e ss.; F. GHEZZI, *Commento sub art. 210*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, a cura di Marchetti e Bianchi, Giuffrè, 1999, p. 2060 e ss. e F. PARRELLA, *Commento sub art. 210*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Cedam, 1998, p. 1858 e ss.

<sup>91</sup> V. P.G. JAEGER, *supra*, nota 86, p. 105, che rileva come trasparenza informativa e correttezza dei comportamenti costituiscano "*principi generali alla base dell'intera disciplina legislativa e regolamentare*".

<sup>92</sup> La figura dell'intermediario quale soggetto abilitato che effettua la sollecitazione per conto del committente è stata abolita a seguito del recepimento della direttiva 2007/36/CE (v. *infra*, cap. III, par. 5).

all'impostazione precedente e, dall'altro, come l'incentivo all'uso della delega assembleare fosse strumentale all'affermazione di un diverso modello di società quotata. In tal senso, da parte di alcuni si è enfatizzata l'intenzione del legislatore di promuovere, attraverso la disciplina in esame, la contendibilità del controllo societario<sup>93</sup>. Altri hanno invece posto l'accento sulla valenza di tale disciplina quale strumento "*interno*" di governo societario<sup>94</sup>. In particolare, facilitando l'aggregazione del consenso degli azionisti intorno alle proposte formulate da un azionista di minoranza "*forte*", le norme in discorso punterebbero a rafforzare la posizione delle minoranze organizzate nel quadro di una più efficiente dialettica endosocietaria<sup>95</sup>.

## **8. Il mancato utilizzo della sollecitazione di deleghe nella pratica: le ragioni "strutturali"**

Già all'indomani dell'emanazione del TUF, attenta dottrina aveva messo in guardia dal rischio che l'utilizzo del nuovo istituto della sollecitazione di deleghe potesse risultare in concreto piuttosto limitato<sup>96</sup>, rendendo così del tutto velleitari gli obiettivi di *policy* che allo stesso si intendevano affidare. L'esperienza successiva ha confermato quanto tali avvertimenti fossero fondati, se è vero che nei dodici anni intercorsi sino alla recente riforma, di cui si dirà tra breve, non è stata portata a

---

<sup>93</sup> V. G. COTTINO, *Il d.l. 24 febbraio, n. 58. Il nuovo regime delle società quotate: prime considerazioni*, Giur. it., 1998, p. 1295; R. PERNA, *La nuova disciplina del voto per delega ed il governo societario delle imprese italiane (seconda parte)*, Le Società, 1999, p. 419; M. LAMANDINI, *Commento sub art. 138 in Testo unico della finanza*, commentario diretto da Campobasso, vol. II, Utet, 2002, p. 1136; L. SCHIUMA, *supra*, nota 82, p. 43 e 136.

<sup>94</sup> Così R. COSTI, *Il governo delle società quotate tra ordinamento dei mercati e diritto delle società*, Dir. comm. int. 1998, 65 e ss., p. 79.

<sup>95</sup> V. G. PRESTI, *supra*, nota 65, p. 37; P. MARCHETTI, *supra*, nota 67, p. 10 – 11; R. LENER, *I gestori di patrimoni come centro di aggregazione dei piccoli azionisti*, in AA. VV., *Assemblea degli azionisti e nuove regole del governo societario*, Cedam, 1999, p. 189. G. PELLEGRINO, *supra*, nota 78, p. 26 ritiene, invece che si tratti di un "*mezzo diretto a consentire la partecipazione più ampia possibile anche se "indiretta" dell'azionariato diffuso alla formazione delle decisioni assembleari*".

<sup>96</sup> V. F. GHEZZI, *supra* nota 71, p. 1252-1253; R. PERNA, *supra*, nota 93, p. 419-420.

conclusione alcuna sollecitazione di deleghe<sup>97</sup>. Si è invece riscontrata, in taluni casi, la prassi di raccogliere deleghe di voto mettendo a disposizione presso società di comunicazione specializzate moduli di delega contenenti lo spazio per esprimere istruzioni di voto, al di fuori delle garanzie procedurali previste dalla normativa in esame<sup>98</sup>.

Questo dato inequivocabile chiama l'interprete, prima di accennare alle ampie modifiche apportate con il D.lgs. n. 27/2010 e alle ipotizzabili linee di sviluppo, ad interrogarsi sulle ragioni della bocciatura dell'istituto in esame da parte del mercato. Tali ragioni vanno ricercate, in primo luogo, nelle caratteristiche del sistema capitalistico italiano. È evidente, infatti, che la sollecitazione di deleghe trova un fertile terreno applicativo, in primo luogo, laddove sia possibile, attraverso il voto in assemblea, contendere il controllo delle società o quantomeno incidere sull'esito del dibattito assembleare. Benché vi siano labili segnali di un lento cambiamento, guardando al recente passato si osserva come la struttura proprietaria delle società quotate italiane presenti le caratteristiche di un *insider system*<sup>99</sup> a proprietà particolarmente concentrata<sup>100</sup>, con un prevalente controllo familiare e una rilevante

---

<sup>97</sup> Le uniche sollecitazioni di deleghe di cui si ha notizia, furono promosse nel 2004 da parte, rispettivamente, di Cibus N.V. e Arena Holding S.p.A., nei confronti degli azionisti di Roncadin S.p.A. Esse furono entrambe ritirate dopo che Arena Holding esercitò un'opzione d'acquisto di azioni di Roncadin e lanciò una successiva OPA obbligatoria. V. A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse*, ESI, 2005, p. 390 e nota 974.

<sup>98</sup> Ne riferisce L. SCHIUMA, *supra*, nota 82, p. 14 e nota 33, citando i casi dell'assemblea per l'aumento di capitale della S.S. Lazio del dicembre 2003, in cui i moduli di delega, evidentemente privi di una proposta di voto da parte del committente, erano resi disponibili sul sito di una società specializzata, nonché dell'assemblea di Opengate Group (giugno 2003) e della Banca Nazionale del Lavoro (aprile 2003).

<sup>99</sup> Per una descrizione delle differenze fra *insider* e *outsider system*, v. M. MAHER, T. ANDERSSON, *Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth (febbraio 2000)*, disponibile su: [ssrn.com](http://ssrn.com).

<sup>100</sup> V. CONSOB, *Relazione per l'anno 2006*, disponibile su [www.consob.it](http://www.consob.it), p. 132 e ss., da cui si evince che dal 1999 al 2004 la quota di società non soggette a controllo di diritto, di fatto, o mediante patti di sindacato sia stata inferiore al 20%, per crescere lievemente negli anni successivi e raggiungere il 25% nel 2006. Nel 2006, la quota media del primo azionista è stata pari al 27,5%, mentre quella degli azionisti rilevanti al 15%. La rigidità del controllo è confermata dal fatto che, nel periodo 2000 - 2008,

presenza di società controllate dallo Stato e dagli Enti locali<sup>101</sup>. Questa rigidità del sistema di controllo societario ha reso le battaglie per il controllo tramite una *proxy fights* un'ipotesi difficilmente praticabile nel nostro Paese<sup>102</sup> e ha prodotto una generale disaffezione per il momento assembleare.

Un secondo fattore strutturale che ha impedito lo sviluppo della sollecitazione di deleghe è costituito dalla "apatia" degli investitori istituzionali, i quali, in Italia, hanno rinunciato a quel ruolo attivo e propulsivo svolto invece in altri ordinamenti.

Ciò si spiega, in primo luogo, in considerazione della limitata incidenza percentuale delle partecipazioni di tali investitori nel capitale delle società, che ha limitato sia l'interesse che la concreta possibilità di "pesare" in assemblea<sup>103</sup>. In particolare, va rilevata la scarsa presenza e la ancor più scarsa propensione al voto degli investitori istituzionali<sup>104</sup> che, come già detto, in altri paesi hanno invece

la quota media di diritti di voto del primo azionista delle società neoquotate (cioè quotate in ciascun anno) è stata molto prossima o superiore al 50% (v. CONSOB, *Relazione per l'anno 2009*, disponibile su [www.consob.it](http://www.consob.it), p. 155). Sull'evoluzione della struttura proprietaria delle società italiane, v. M. BIANCHI, M. BIANCO, *Italian Corporate Governance in the Last 15 Years: From Pyramids to Coalitions?*, ECGI - Finance Working Paper No. 144/2006, novembre 2006, disponibile su: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=952147](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=952147); BANCA D'ITALIA, CONSOB, *The evolution of ownership and control structure in Italy in the last 15 years*, dicembre 2008, disponibile su: [http://www.bancaditalia.it/studiricerche/convegni/atti/corp\\_gov\\_it/session1/evolution\\_ownership\\_control\\_structures.pdf](http://www.bancaditalia.it/studiricerche/convegni/atti/corp_gov_it/session1/evolution_ownership_control_structures.pdf); A. AGANIN, P. VOLPIN, *The History of Corporate Ownership in Italy* in Morck (ed.), *A History of Corporate Governance around the World*, Univ. of Chicago Press, 2003.

<sup>101</sup> V. GEORGESON, *Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze*, (aprile 2010), disponibile su <http://www.archivioceradi.luiss.it/>, p. 55, ove si riporta che oltre il 50% delle società analizzate (35 società del FTSE MIB) è controllata da un singolo gruppo familiare e il 22,85% dallo Stato o da enti locali.

<sup>102</sup> V. M. BIANCA, *supra*, nota 70, p. 343 e ss.; P. MONTALENTI, S. BALZOLA, *La società per azioni quotata*, in *Le nuove S.p.A.*, diretta da Cagnasso e Panzani, Zanichelli, 2010, p. 1888. Sulla base di considerazioni in parte diverse, una posizione assai scettica è espressa anche da B. LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, Riv. Soc., 2001, 85 e ss, p. 98.

<sup>103</sup> V. CONSOB, *Relazione per l'anno 2006*, p. 138, ove si rileva che: "[l]a quota dei voti rappresentati in assemblea degli investitori istituzionali è in media di poco superiore al 5%. Gli azionisti di maggioranza, invece, detengono circa l'84% del capitale sociale rappresentato in assemblea".

<sup>104</sup> V. i dati di GEORGESON, *S&P/MIB - Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze con approfondimento della disciplina del 'Diritto di intervento in assemblea'*, 2006, riportati da D. ZETZSCHE, *Shareholder Passivity, Cross-Border Voting and the Shareholder Rights Directive*, 8 J. Corporate Law Studies (2008), 289 e ss., p. 292, secondo cui nel periodo 2003-2005, gli

incisivamente monitorato la gestione delle società. In secondo luogo, va considerato che larga parte dei fondi di investimento italiani appartengono a gruppi bancari o assicurativi<sup>105</sup>. Una situazione, questa, foriera di diffusi conflitti di interesse che, come già rilevato con riferimento all'esperienza internazionale<sup>106</sup>, costituiscono un deterrente implicito all'assunzione di un ruolo attivo nelle società partecipate, in quanto è forte l'incentivo a non turbare le relazioni d'affari che legano le medesime società al gruppo al quale i fondi appartengono.

Un terzo ostacolo all'attivismo degli investitori istituzionali è costituito dall'esistenza di rilevanti barriere legali che determinano, da un lato, un disincentivo al coordinamento e all'aggregazione degli investitori e, dall'altro, elevati costi per l'esercizio dei diritti sociali. Rilevano, quanto alla prima barriera, le norme in tema di patti parasociali, di cui all'art. 122 del TUF e di acquisto di concerto, di cui all'art. 109 del TUF; quanto alla seconda, vengono in considerazione soprattutto la disciplina sulla legittimazione al voto in assemblea e sull'esercizio del voto a mezzo delega. Per quanto riguarda la legittimazione assembleare, il meccanismo di *share blocking* previsto, sino alla recente riforma, dall'art. 2370 c.c. era causa di complicazioni procedurali<sup>107</sup> e di rilevanti costi, tali da disincentivare l'esercizio del voto<sup>108</sup>. Anche le

---

investitori istituzionali esteri hanno votato solo una quota variabile tra il 14 e il 16% delle azioni detenute nelle società italiane. L'Autore confronta i dati relativi a diversi paesi europei. Diversamente da quanto accade in altri paesi, inoltre, in Italia gli investitori istituzionali italiani mostrano una propensione al voto ancor minore rispetto a quelli esteri, evidenziando una sorta di *domestic bias* "al contrario"; sul punto v. M. BIANCHI, *Intervento al seminario sulla Direttiva azionisti*, Roma, 29 ottobre 2010, atti in corso di pubblicazione su Giur. comm.

<sup>105</sup> F.M. DE ROSSI *ET AL.*, *Il marketing dei fondi comuni italiani*, in Consob, Quaderni di finanza, n. 61, 2008, p. 29 – 30, secondo i quali l'85% del mercato italiano è appannaggio di fondi gestiti da SGR che fanno parte di gruppi bancari (71%) o assicurativi (rappresentati esclusivamente dal gruppo Generali, 14%).

<sup>106</sup> V. *supra*, par. 3 in questo capitolo.

<sup>107</sup> Per un'ampia analisi delle problematiche connesse con il sistema di legittimazione assembleare degli azionisti v. M. GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista ed esercizio del voto nelle Sp.A. quotate*, 2009, disponibile su: [www.ssrn.it](http://www.ssrn.it).

<sup>108</sup> In presenza di un meccanismo di *share blocking*, gli investitori subiscono i pregiudizi derivanti dal non poter negoziare o prestare le azioni per il periodo di blocco dei titoli. Tali costi che, secondo

limitazioni al conferimento delle deleghe di voto descritte sopra, alle quali vanno aggiunte le difficoltà operative derivanti dalla regolamentazione e dalla prassi della gestione transfrontaliera delle *corporate action* da parte degli intermediari, costituivano un freno alla partecipazione assembleare degli investitori istituzionali, in particolare di quelli esteri<sup>109</sup>.

### *8.1 Il mancato utilizzo nella pratica della sollecitazione di deleghe. L'insufficienza delle soluzioni normative introdotte dal TUF*

Nel quadro delle barriere legali che ostano ad un ruolo attivo degli investitori istituzionali, vanno certamente inseriti i limiti della disciplina della sollecitazione di deleghe. Tornando quindi all'intenzione, manifestata all'inizio del precedente paragrafo, di indagare le ragioni dell'insuccesso dell'istituto citato, conviene chiedersi se tale insuccesso sia stato determinato anche, o forse soprattutto, dal modo in cui lo strumento della sollecitazione è stato regolato. Occorre domandarsi se le norme del TUF e del Regolamento Emittenti, nel tentativo di tutelare le esigenze di trasparenza e di correttezza degli azionisti e di evitare un uso distorto dello strumento in esame, avessero disegnato una disciplina eccessivamente complessa e costosa che ha finito per disincentivare l'utilizzo della sollecitazione.

---

quanto riportato da COMMISSIONE UE, *Commission Staff Working Document, Annex to the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the exercise of voting rights by shareholders of companies having their registered office in a Member State and whose shares are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2004/109/EC – Impact Assessment, {COM(2005) 685 final}*, 2005, p. 14, rappresentano il 59% dei costi collegati al voto per gli investitori, costituiscono un forte deterrente all'esercizio del voto, V. ID, p. 11 [*According to Institutional Shareholder Services (ISS), it is fairly common practice for clients to maintain a standing instruction of 'no action' – or not voting – in markets that practice share blocking*].

<sup>109</sup> Per un'ampia descrizione di tali problematiche, v. THE GIOVANNINI GROUP, *First report of the Giovannini Group on Cross Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, Bruxelles, 2001, disponibile su [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/first\\_giovannini\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/first_giovannini_report_en.pdf); ID., *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, Bruxelles, 2003, disponibile su [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/second\\_giovannini\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/second_giovannini_report_en.pdf).

La risposta a tali interrogativi è senz'altro positiva. Nel corso dei capitoli III e IV si avrà modo di evidenziare in modo puntuale le criticità della disciplina previgente; in questa sede merita sottolineare come essa incidesse negativamente su due aspetti cruciali ai fini della riuscita di una sollecitazione di deleghe: i costi<sup>110</sup> e i tempi.

Quanto al primo profilo, rilevano la previsione di specifici requisiti soggettivi per il committente<sup>111</sup>, l'imposizione di un soggetto terzo, l'intermediario abilitato, per lo svolgimento della sollecitazione, nonché l'impossibilità di ricorrere a strumenti telematici per la diffusione dei documenti relativi alla sollecitazione e per la raccolta delle deleghe<sup>112</sup>.

Il mancato ricorso agli strumenti telematici, peraltro, comportava delle complicazioni anche per gli azionisti che intendevano aderire alla sollecitazione. A tal fine, infatti, essi dovevano richiedere il prospetto e il modulo di delega al depositario, il quale, si badi, non necessariamente coincide con l'intermediario presso cui l'azionista ha depositato i titoli - esaminare la documentazione, compilare il modulo di delega e trasmetterlo al committente, direttamente o tramite il depositario. I costi derivanti da questi molteplici passaggi riducevano l'efficacia della sollecitazione a scuotere gli azionisti dalla loro "razionale apatia".

Sui tempi della sollecitazione incidavano, oltre alla generale complessità della procedura, almeno due aspetti. Il primo legato al fatto che la diffusione del materiale relativo alla sollecitazione poteva iniziare solo decorso il termine di cinque giorni lavorativi concesso alla Consob per verificare che i soggetti coinvolti possedessero i requisiti legislativamente previsti e per esaminare il prospetto e il modulo di delega,

---

<sup>110</sup> Sulla rilevanza in generale dei costi della sollecitazione, v. COMMISSIONE UE, *supra*, nota 108, p. 14, che stima che i costi della sollecitazione incidano in media per il 43% dei costi di voto di un investitore "attivo". Non è chiaro, tuttavia, a quale modello regolamentare sia riferita tale stima.

<sup>111</sup> L'art. 139 del TUF riservava la sollecitazione ai soli soggetti che detenevano, da almeno sei mesi, una quota pari o superiore all'1% delle azioni con diritto di voto. V. *infra*, cap. III, par. 4.

<sup>112</sup> V. F. GHEZZI, *supra*, nota 71, p. 1253.

richiedendo eventualmente informazioni integrative o imponendo particolari modalità per la diffusione degli stessi. Tale previsione, oltre a comportare un ritardo di almeno una settimana per l'inizio dell'attività di sollecitazione, introduceva anche un elemento di incertezza costituito dai potenziali, ulteriori ritardi derivanti dalla eventuale richiesta di informazioni integrative da parte dell'organismo di vigilanza. Il secondo aspetto riguardava la genericità delle previsioni relative all'identificazione degli azionisti contenute nell'art. 134 del Regolamento Emittenti previgente. Tale norma, da un lato, faceva riferimento, quanto ai dati rilevanti per l'identificazione, ai *"nominativi dei soci"*, non tenendo in considerazione che il solo nominativo non era sufficiente per contattare immediatamente i soci stessi e che gli intermediari depositari non erano in grado di identificare i soci, ma piuttosto solo di indicare i titolari dei conti da essi detenuti. Dall'altro lato, non precisava i tempi e le modalità con cui i depositari dovevano mettere a disposizione dell'intermediario le citate informazioni, prestandosi a comportamenti negligenti o addirittura ostruzionistici da parte degli stessi depositari. È evidente come tali carenze regolamentari relative a fasi decisive della procedura di sollecitazione ne rendessero difficile il perfezionamento in tempo utile per l'assemblea.

In definitiva, il quadro normativo tracciato dal TUF *"non lascia[va] molto spazio per sollecitazioni finalizzate ad assicurare la gestione ordinaria dell'assemblea, o per iniziative dirette a comporre situazioni di parziale dissenso fra azionisti di controllo ed altri azionisti, come tipicamente avviene nel caso di investitori istituzionali attivi"*<sup>113</sup>.

L'unico caso in cui il promotore avrebbe teoricamente goduto di vantaggi tali da compensare i costi e i rischi derivanti dall'uso della sollecitazione era quello di un aperto conflitto per il controllo della società. Anche in questa ipotesi, peraltro di difficile concretizzazione a causa della natura concentrata degli assetti proprietari, la

---

<sup>113</sup> Così, R. PERNA, *supra*, nota 96, p. 420.

sollecitazione di deleghe si rivelava in realtà un'arma spuntata. Infatti, poichè la disciplina del TUF, in combinato con l'art. 2372 c.c., escludeva che gli amministratori potessero promuovere una sollecitazione di deleghe, era evidente che un potenziale *insurgent* che si fosse servito della sollecitazione per scalare la società, anche ammesso che avesse avuto successo e fosse quindi riuscito a nominare propri amministratori, non avrebbe avuto alcuno strumento per conservare, in un secondo momento, il controllo faticosamente conquistato<sup>114</sup>.

## 9. La direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti delle società quotate. La rimozione dei vincoli al voto per delega.

La rimozione delle barriere legali che ostano all'esercizio del diritto di voto, in particolare da parte degli investitori residenti in paesi diversi da quello in cui la società ha sede, e, più in generale, il rafforzamento dei diritti partecipativi degli azionisti, costituiscono i principi ispiratori della direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate<sup>115</sup>.

<sup>114</sup> Il problema era stato prontamente posto in evidenza da F. GHEZZI, *supra*, nota 71, p. 1252 e nota 35 e da R. PERNA, *supra*, nota 96, p. 420.

<sup>115</sup> Sulla direttiva 2007/36/CE, v. i primi commenti di N. ABRIANI, D.U. SANTOSUOSSO, *La direttiva relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate ed il ruolo degli investitori istituzionali nella democrazia azionaria del terzo millennio*, RDS, 2007, p. 141 e ss.; M. VENTORUZZO, *Approvata la direttiva sui diritti degli azionisti: record date e deleghe di voto*, Riv. soc., 2007, p. 1181 e ss.; L. FURGIUELE, *La disciplina dell'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate alla luce dell'art. 7 della direttiva 36/2007/CE*, Riv. dir. comm., 2008, p. 989 e ss., che si focalizza soprattutto sulla regola della c.d. *record date* per la legittimazione assembleare; A. BLANDINI, *L'intervento e la rappresentanza in assemblea e l'art. 10 della direttiva 2007/36/CE: prime considerazioni e proposte*, Le Società, 2009, p. 511 e ss. Fra gli Autori stranieri, v. C. ROSE, *The new European shareholder rights directive: removing barriers and creating opportunities for more shareholder activism and democracy*, J. Manag. Gov. Online (2010), disponibile su: <http://www.springerlink.com/content/n154g7532741374g/>; A.R. PINTO, *The European Union's shareholder voting rights directive from an American perspective: some comparisons and observations*, Brooklyn Law School Legal Studies – Accepted Paper Series, 2008, <http://ssrn.com/abstract=1268454>; H. LAGA, F. PARREIN, *Corporate Governance in a European Perspective*, in Geens, Hopt (Eds.), *The European Company Law Action Plan Revisited*, Leuven Univ. Press, 2010, p. 93 e ss.; P.E. MASOUIROS, *Is the EU Taking Shareholder Rights Seriously: An Essay on the Impotence of Shareholder Rights in Corporate Europe*, 7 European Company Law (2010), p. 195 e ss. Per un esame critico della bozza di direttiva e dei lavori preparatory, v. L. ENRIQUES, M. GATTI, *The*

La necessità di incrementare il livello di tutela degli azionisti era già stata posta in evidenza dall'*High Level Group of Company Law Experts* (noto come *Winter Group*, dal nome del suo presidente) che, enfatizzando la posizione degli azionisti come *residual claimants* della società, aveva sottolineato l'importanza che gli stessi avessero a disposizione adeguati strumenti per far sentire la propria voce al fine di monitorare efficacemente il *management*<sup>116</sup>. Le raccomandazioni del *Winter Group* sono state recepite dalla Commissione, che ha inserito la partecipazione degli azionisti tra le priorità del suo piano d'azione per una miglior *corporate governance*<sup>117</sup> e, successivamente, ha elaborato una serie di proposte normative volte a dare attuazione ai menzionati obiettivi di *policy*, proposte che hanno trovato concretizzazione nella menzionata direttiva 2007/36/CE.

L'intervento comunitario, pur diretto ad un'armonizzazione minima, è di ampia portata e coinvolge, in sintesi, i temi dell'informazione preassembleare (art. 5); delle modalità di esercizio del diritto di voto (artt. 8 e 12); del diritto di inserire nuovi punti all'ordine del giorno e di presentare proposte di deliberazione (art. 6); del diritto di porre domande prima dell'assemblea (art. 9) dei requisiti per l'esercizio fiduciario del voto (art. 13); della rendicontazione e della pubblicazione dei risultati della votazione (art. 14). Di particolare interesse, risulta la già cennata introduzione di un regime di legittimazione assembleare che, da un lato, prevede che "*i diritti di un azionista di*

---

*Uneasy Case for Top-Down Corporate Law Harmonization in the European Union*, 27 U. Pa. J. Int'l Econ. L. (2006), 939, p. 982 e ss.

<sup>116</sup> V. HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report on a modern regulatory framework for company law in Europe*, 2002, disponibile su: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf), che rileva che "*shareholders are the residual claimholders (they only receive payment once all creditors have been satisfied) [...] Shareholders focus on wealth creation and are therefore, in the Group's view, very suited to act as 'watchdog' not only on their own behalf, but also, in normal circumstances, on behalf of other stakeholders*" spingendosi ad affermare che "*in a proper system of corporate governance, shareholders should have effective means to actively exercise influence over the company*".

<sup>117</sup> V. COMMISSIONE UE, *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea - Un piano per progredire*, 2003, disponibile su: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:IT:PDF>, par. 2.1 e 3.1.2.

*partecipare all'assemblea e di votare, in funzione delle sue azioni, siano determinati dalle azioni detenute da tale azionista a una determinata data precedente l'assemblea"* (c.d. data di registrazione o *record date*) e, dall'altro, dispone che il diritto a cedere le azioni nel periodo intercorrente tra la data di registrazione e l'assemblea non sia soggetto ad alcuna particolare limitazione (art. 7).

Ai fini che qui interessano, tuttavia, l'innovazione di maggior rilievo concerne la disciplina della rappresentanza assembleare. Sul presupposto che procedure agevoli ed efficienti per l'esercizio del voto per delega favoriscano la partecipazione degli azionisti e, in definitiva, promuovano il buon governo societario<sup>118</sup>, la direttiva impone la rimozione dei vincoli oggettivi e soggettivi al conferimento delle deleghe. Le uniche limitazioni ammesse riguardano la durata della delega, la cui efficacia può essere circoscritta ad una singola assemblea, ed il numero di rappresentanti che una stessa persona può designare. La direttiva, inoltre, consente agli stati membri di prevedere una disciplina restrittiva della rappresentanza assembleare per evitare

---

<sup>118</sup> V. i considerando 2 e 10 della direttiva 2007/36/CE che recitano, rispettivamente: "(2) Nella risoluzione del 21 aprile 2004 il Parlamento europeo ha espresso il proprio sostegno all'intenzione della Commissione di rafforzare i diritti degli azionisti, in particolare attraverso l'estensione delle norme sulla trasparenza, dell'esercizio del diritto di voto per delega, della possibilità di partecipare alle assemblee mediante mezzi elettronici e garantendo l'esercizio transfrontaliero del diritto di voto" e "(10) Il buon governo societario richiede procedure agevoli ed efficienti per l'esercizio del voto per delega. Le limitazioni e i vincoli esistenti che rendono il voto per delega difficile e oneroso dovrebbero pertanto essere eliminati. Tuttavia, il buon governo societario richiede anche opportune salvaguardie contro eventuali abusi del voto per delega. Per tale motivo il rappresentante dovrebbe essere tenuto a osservare le istruzioni eventualmente ricevute dall'azionista e gli Stati membri dovrebbero avere la possibilità di introdurre misure appropriate per garantire che il rappresentante non persegua interessi diversi da quelli dell'azionista, indipendentemente dal motivo che ha dato origine al conflitto di interessi. Le misure avverso possibili abusi potrebbero, in particolare, essere costituite dai regimi adottati dagli Stati membri per disciplinare l'attività di persone che sollecitano deleghe o che abbiano di fatto raccolto più di un determinato e significativo numero di deleghe, in particolare al fine di garantire un livello adeguato di affidabilità e trasparenza. In forza della presente direttiva, gli azionisti dispongono del diritto illimitato di designare dette persone come rappresentanti incaricati di intervenire e votare a loro nome in assemblea. La presente direttiva lascia tuttavia impregiudicate le disposizioni o le sanzioni che gli Stati membri possono applicare a tali persone, quando i voti sono stati espressi facendo un uso fraudolento delle deleghe raccolte. Inoltre, a presente direttiva non impone alle società alcun obbligo di verificare che i rappresentanti esprimano il voto conformemente alle istruzioni di voto impartite dall'azionista che essi rappresentano".

abusi derivanti da conflitti di interesse tra l'azionista delegante e il rappresentante. Merita rilevare che la direttiva citata non contiene una disciplina della sollecitazione di deleghe; solo il considerando 10, nel sancire il principio per cui gli stati membri possono regolare l'uso della delega al fine di prevenire possibili abusi, ne fa menzione come possibile misura a salvaguardia di un adeguato livello di affidabilità e trasparenza.

### 9.1 *Il recepimento della direttiva 2007/36/CE*

Il recepimento della direttiva sui diritti degli azionisti, avvenuto con D.lgs. n. 27/2010<sup>119</sup>, ha portato rilevanti modifiche in tema di funzionamento dell'assemblea e di esercizio del voto per delega. A tale ultimo riguardo, in conformità con le precise indicazioni della direttiva, l'art. 2372 c.c. è stato in più parti emendato. *In primis*, per le società che fanno ricorso al capitale di rischio, con l'eccezione delle cooperative, è stata esclusa la possibilità di limitare per via statutaria il ricorso alla rappresentanza assembleare. Quella che era una previsione riferita alle deleghe conferite nell'ambito di una sollecitazione o raccolta (art. 137, comma 2, TUF previgente) è divenuta così una clausola di portata generale, applicabile non solo alle società quotate, ma anche

---

<sup>119</sup> Sul D.lgs. 27/2010, v. N. ATLANTE, M. STELLA RICHTER JR., *Il recepimento in Italia della direttiva sui diritti degli azionisti e le modificazioni statutarie conseguenti*, Studio n. 62-2010, in Consiglio Nazionale del Notariato, Studi e materiali, 2/2010, Milano, 2010, p. 439 ss.; ASSONIME, *Circolare n. 11/2010*, Riv. soc., 2010, p. 554 ss.; R. LENER, *Legittimazione all'intervento in assemblea, record date ed esercizio del diritto di voto dopo la SHRD. Appunti introduttivi* (Relazione al Convegno Georgeson – LUISS Ceradi, Roma, LUISS Guido Carli, 6 maggio 2010), disponibile su: [www.associazionepreite.it](http://www.associazionepreite.it); N. DE LUCA, *La nuova disciplina della gestione accentrata e della legittimazione degli azionisti*, BBTC, 2010, p. 254 ss.; ID., *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e "proprietà nascosta" di azioni*, RDS, 2010, p. 312 e ss.; A. BUSANI, *Le modifiche statutarie conseguenti alla legge sui diritti degli azionisti*, Le Società, 2010, p. 85 ss.; ID., *Più partecipazione all'assemblea*, Le Società, 2010, p. 401 e ss.; 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 AA. Vv., *Scritti in onore di Marcello Foschini*, Cedam, 2011, p. 173 e ss.; R. SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della Direttiva azionisti*, in AA. Vv., *Studi in ricordo di P.G Jaeger*, Giuffrè, 2011, p. 527 e ss; nonché gli atti Convegno internazionale *Los accionistas ante el nuevo Derecho Europeo de Sociedades*, San Sebastián 9 e 10 settembre 2010, raccolti nel volume AA. Vv., *Los derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas*, a cura di Abriani e Irujo, Tirant Lo Blanch, 2011.

a quelle "aperte". Limitatamente a questo profilo, il legislatore ha dunque avvicinato lo statuto delle due tipologie di società. La modifica è da salutare con favore in quanto potrebbe facilitare l'utilizzo della rappresentanza azionaria anche presso le società "aperte", le quali, nel momento in cui dovessero successivamente accedere al mercato, avrebbero maggior familiarità con tale strumento<sup>120</sup>.

In secondo luogo, sono stati eliminati i vincoli oggettivi e soggettivi al conferimento della delega nelle società quotate. Il legislatore ha optato per un accoglimento ampio e immediato<sup>121</sup> dei principi di liberalizzazione contenuti nella direttiva. Infatti, benché ad avviso di alcuni l'art. 10 della direttiva, nel consentire le limitazioni all'uso della delega volte a risolvere potenziali conflitti di interesse, avrebbe potuto offrire qualche argomento per il mantenimento di alcuni divieti soggettivi<sup>122</sup>, la soluzione adottata dal legislatore è stata quella di escludere drasticamente l'applicazione dell'art. 2372, comma 5, c.c. alle società quotate<sup>123</sup>, per le quali è stata altresì esclusa l'applicazione del comma 6 del medesimo articolo.

Le previsioni da ultimo citate hanno ampliato le differenze fra il regime della rappresentanza applicabile alle società quotate, largamente liberalizzato, e quello delle società non quotate, ivi incluse le società "aperte", soggette alle limitazioni di

---

<sup>120</sup> Per questa ragione M. BIANCA, *supra*, nota 70, p. 343, criticava la riforma del diritto societario che, invece, non era intervenuta nel senso indicato nel testo.

<sup>121</sup> Il legislatore, infatti, non si è avvalso della facoltà di posticipare l'eliminazione dei divieti soggettivi prevista dall'art. 15 della direttiva 2007/36/CE.

<sup>122</sup> Propone questa tesi, a mio avviso discutibile, A. BLANDINI, *supra*, nota 115, p. 515, sul presupposto che per i componenti degli organi amministrativi e di controllo e per gli altri soggetti indicati nell'art. 2372, comma 5, c.c. si configuri una situazione di conflitto "istituzionale". Secondo l'Autore, l'art. 10, comma 3, della direttiva 2007/36/CE consentirebbe al singolo stato di introdurre o mantenere il divieto di ricevere deleghe per tali soggetti.

<sup>123</sup> Tale norma prevede che "*La rappresentanza non può essere conferita né ai membri degli organi amministrativi o di controllo o ai dipendenti della società, né alle società da essa controllate o ai membri degli organi amministrativi o di controllo o ai dipendenti di queste.*"

cui all'art. 2372 c.c. L'intento di creare uno statuto diverso per le società quotate<sup>124</sup> si coglie appieno considerando l'introduzione di una sezione II-*ter* nel TUF, rubricata deleghe di voto, in cui è prevista una specifica disciplina, in parte sovrapponibile a quella codicistica, della rappresentanza nelle società quotate, concernente le modalità per il rilascio della delega di voto e l'efficacia della stessa (at. 135-*novies* del TUF), nonché il caso in cui il rappresentante sia in conflitto di interessi (art. 135-*decies* del TUF)<sup>125</sup>.

Tale impostazione, che accentua ulteriormente il già citato scalino normativo tra società quotate e quelle non quotate, conformando a tale secondo tipo anche la disciplina delle società aperte, è difficilmente comprensibile e contraddice la scelta operata con riferimento alla rimozione delle limitazioni statutarie alla rappresentanza. Per le medesime ragioni indicate sopra a sostegno di tale ultima scelta, sarebbe stato certamente opportuno differenziare la posizione delle società con azioni diffuse tra il pubblico rispetto a quelle a ristretta base azionaria ed estendere anche alle prime la rimozione dei vincoli all'uso della delega<sup>126</sup>.

Nell'ambito dell'attuazione della direttiva sui diritti degli azionisti e benchè, come detto, la stessa non contenesse alcuna previsione in materia (ad eccezione del riferimento nel considerando 10), il legislatore ha colto l'occasione per soddisfare

---

<sup>124</sup> In generale, il D.lgs. n. 27/2010 ha portato una maggior distinzione dello statuto legale delle società quotate rispetto a quello delle altre società azionarie. In questo senso, v. N. ATLANTE, M. STELLA RICHTER JR., *supra*, nota 119, p. 439.

<sup>125</sup> L'art. 135-*decies* del TUF, che impone una *disclosure* dei conflitti di interesse del rappresentante, costituisce il punto di equilibrio, già individuato dal legislatore comunitario, fra l'esigenza di assicurare un agevole uso della delega e la necessità di introdurre opportune salvaguardie contro possibili abusi da parte del rappresentante derivanti da potenziali conflitti di interesse. V. *infra*, cap. III, par. 6.

<sup>126</sup> La questione era stata posta in sede di consultazione (cfr. MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *Attuazione della direttiva 2007/36/CE, prima consultazione*, 19 giugno 2008, disponibile su: [http://www.dt.tesoro.it/it/consultazioni\\_pubbliche](http://www.dt.tesoro.it/it/consultazioni_pubbliche), p. 13 e ID, *supra*, nota 69, p. 9). Si noti, tuttavia, come nei citati documenti si facesse riferimento all'opportunità di rimuovere i limiti all'esercizio della delega "anche con riferimento alle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio", cioè le società c.d. "chiuse", senza menzionare le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante.

l'esigenza, da lungo tempo avvertita, di una revisione della disciplina della sollecitazione di deleghe. Infatti, la legge delega conferiva espresso mandato a "*rivedere e semplificare la disciplina della sollecitazione delle deleghe di voto, coordinandola con le modifiche introdotte alla disciplina della rappresentanza in assemblea in attuazione della delega di cui al presente articolo e preservando un adeguato livello di affidabilità e trasparenza*"<sup>127</sup>.

In esecuzione di tale delega, la disciplina in commento è stata oggetto di una profonda rivisitazione volta ad estenderne la portata applicativa ed incentivarne l'utilizzo. In particolare, con le modifiche normative è stato eliminato il requisito del possesso azionario per il promotore, nonché la necessità di ricorrere all'intermediario abilitato per lo svolgimento della sollecitazione; è stata altresì modificata la nozione di sollecitazione al fine di consentire la c.d. *two-way proxy*, ovvero una sollecitazione nella quale il promotore si impegna a raccogliere anche indicazioni di voto differenti dalla propria proposta ed è tenuto ad esprimere il voto in conformità a tali istruzioni<sup>128</sup>. Il funzionamento della *two-way proxy* è stato ulteriormente precisato dalla Consob nell'ambito delle ampie modifiche apportate al Regolamento Emittenti al fine di dare attuazione alle deleghe regolamentari introdotte nel TUF e ad adeguare la disciplina secondaria alle novità normative. L'intervento della Consob ha interessato diversi aspetti della disciplina della sollecitazione di deleghe, al fine di agevolare e rendere più celere lo svolgimento della stessa, in linea con le semplificazioni procedurali già introdotte nel TUF.

Nel corso del presente lavoro si cercherà di valutare l'impatto delle modifiche normative sopra richiamate sull'istituto in esame. Giova qui anticipare che i citati interventi di revisione hanno portato ad una semplificazione della disciplina applicabile alla sollecitazione di deleghe, che, sebbene presenti ancora qualche

---

<sup>127</sup> Cfr. art. 31, comma 1, lett. *n*, Legge comunitaria del 2008.

<sup>128</sup> Invero la possibilità di promuovere una sollecitazione secondo lo schema della *two-way proxy* non era espressamente esclusa dalla disciplina precedente. V. *infra*, cap. IV, par. 5.

aspetto di incertezza e non trascurabili problemi legati principalmente ai costi procedurali, appare complessivamente migliorata. Tale miglioramento si inserisce nel più ampio quadro di rivitalizzazione del procedimento assembleare derivante dal recepimento della direttiva 2007/36/CE che, come si è detto, è finalizzata a una maggior partecipazione dei soci di minoranza agli eventi assembleari, sul presupposto che un rafforzamento della *voice* dell'azionariato potenzialmente attivo rechi un contributo positivo alla *governance* societaria<sup>129</sup>.

Nel contesto sopra delineato, è ipotizzabile un recupero funzionale dello strumento della sollecitazione di deleghe. Una prima conferma che gli interventi di riforma sopra descritti abbiano rimosso alcune barriere legali deriva dal fatto che, a fronte della caduta in desuetudine dell'istituto negli scorsi anni, successivamente al recepimento della direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti, sono state promosse numerose sollecitazioni di deleghe.

---

<sup>129</sup> Nel solco della tendenza propria del TUF, e conformemente al dettato comunitario comunitario, l'intervento riformatore ha attribuito un ruolo di rilievo alle minoranze organizzate, in particolare attraverso due tipologie di interventi normativi: quelli direttamente attributivi di poteri a tali minoranze e quelli volti a valorizzare il ruolo degli investitori istituzionali nel monitoraggio della gestione. In questo senso, v. N. ABRIANI, D.U. SANTOSUOSSO, *supra*, nota 115.



## II. LA DISCIPLINA DEL VOTO PER DELEGA NEGLI STATI UNITI

### 1. Premessa. La funzione del voto per delega nella gestione ordinaria dell'assemblea

Il voto a mezzo delega (*proxy voting*) costituisce il tratto caratteristico del funzionamento del sistema assembleare americano in cui quasi la totalità dei voti è espressa tramite un rappresentante. La disciplina relativa alla sollecitazione di deleghe assume, in tale contesto, un ruolo di fondamentale importanza in relazione a diversi aspetti della vita societaria. Essa, come si vedrà, viene in rilievo, da un lato, in relazione alle tecniche per l'acquisizione non negoziata del controllo e, dall'altro, come strumento di partecipazione e di *voice* dei soci, utilizzato in particolare dagli investitori istituzionali nella dialettica societaria.

Quelle da ultimo richiamate, tuttavia, costituiscono delle applicazioni per così dire peculiari di una disciplina dettata in primo luogo al fine di assicurare l'ordinario funzionamento dell'assemblea. A tal riguardo, il sistema del *proxy voting* risponde innanzitutto all'esigenza di garantire un'adequata partecipazione assembleare, pur in presenza di un azionariato molto disperso, consentendo così il raggiungimento dei *quorum* piuttosto elevati fissati dagli statuti, dalle leggi statali o dai regolamenti di borsa<sup>130</sup>.

Sono le stesse società quotate ad attivarsi per fornire agli azionisti, attraverso articolati passaggi, sia le informazioni necessarie ad assumere la decisione di voto sia, nella generalità dei casi, gli strumenti necessari ad esprimere il voto. I regolamenti delle principali borse, infatti, prevedono l'obbligo per le società quotate di effettuare una *proxy solicitation* in occasione delle assemblee, salvo il caso in cui le

---

<sup>130</sup> In Delaware il *quorum* costitutivo è generalmente pari alla metà del capitale sociale, ma può essere ridotto ad un terzo dall'atto costitutivo (cfr. DGCL, tit. 8, par. 216). Il NYSE, tuttavia, impone in ogni caso alle società ivi quotate un *quorum* pari alla metà del capitale (v. NYSE LISTED COMPANY MANUAL, Rule 310.00). Sull'importanza del *proxy voting* per soddisfare i *quorum* assembleari, v. J.E. FISCH, *From Legitimacy to Logic: Reconstructing Proxy Regulation*, 46 Vand. L. Rev. (1993), 1129 e ss., p. 1135.

leggi applicabili impediscano o rendano di fatto impossibile tale sollecitazione negli USA<sup>131</sup>. Lo scopo, chiaramente esplicitato nelle medesime norme, è garantire agli azionisti un opportuno sistema di voto attraverso la trasmissione delle informazioni necessarie ad assumere decisioni consapevoli. Emerge in questo senso anche l'importante funzione informativa svolta dal *proxy voting system* nei confronti degli investitori, in particolar modo quelli non professionali.

Il voto per delega assolve poi ad una terza funzione in relazione alle tecniche di detenzione intermediata delle azioni caratteristiche del sistema americano: quella di consentire l'attribuzione del diritto di voto al titolare effettivo delle azioni (*beneficial owner*).

La disciplina relativa al sistema di voto a mezzo delega ha, nel tempo, elaborato diverse strutture e meccanismi, talvolta artificiosi, al fine di consentire il conseguimento degli scopi strutturali del *proxy voting* e si è, come naturale, evoluta per incontrare le esigenze espresse dalle società quotate sul mercato.

## 2. L'evoluzione delle *proxy rules*

All'inizio del '900, l'affermarsi del modello della *public company*, caratterizzato dalla dispersione della struttura proprietaria, rese necessario il massiccio ricorso alla rappresentanza assembleare per ovviare alle difficoltà di intervento personale dei soci in assemblea. La relativa disciplina, attratta alla competenza legislativa dei singoli stati in materia di diritto societario, era fortemente deregolamentata<sup>132</sup> e

---

<sup>131</sup> Cfr. NYSE LISTED COMPANY MANUAL, Rule 402.04(A) (Proxy Solicitation Required) e NASDAQ MARKETPLACE RULES, Rule 4350(g) e 4360(g) (Solicitation of Proxies). Le norme richiamate si applicano anche ai *foreign private issuers*, ai quali invece non si applica la disciplina della *proxy solicitation* dettata dalla SEC (17 CFR 240.3a12-3). V. E.F. GREEN ET AL., *U.S. regulation of the international securities and derivatives markets*, Aspen Pub., 2006, p. 2-47.

<sup>132</sup> L'unica disposizione prescrittiva riguardava l'obbligo della forma scritta (v. R. PERNA, *supra*, nota 17, p. 53). Alcuni stati avevano escluso la possibilità che le deleghe potessero essere conferite ai dipendenti della società; altri (ad esempio, il Massachusetts) limitavano il numero di deleghe esercitabili dallo stesso rappresentante (v. E.M. DODD JR., *Statutory Developments in Business Corporate Law*, 50 Harvard L. Rev., (1936), 27, p. 33). Per un'ampia ricostruzione storica dell'istituto

insufficiente a evitare comportamenti abusivi da parte degli amministratori. Questi ultimi erano in grado di garantirsi sistematicamente la rielezione attraverso operazioni di rastrellamento di deleghe rilasciate sostanzialmente in bianco da parte di un azionariato non informato e "*razionalmente disinteressato*"<sup>133</sup>.

Similmente a quanto avvenuto, molti anni dopo, nel nostro ordinamento, anche negli USA la regolamentazione della rappresentanza assembleare nasce come reazione ad un uso distorto del voto per delega. L'approccio regolamentare seguito negli Stati Uniti, tuttavia, è profondamente diverso a quello della citata L. 216/74 ed è, invece, accostabile all'impostazione contenuta nel TUF in tema di sollecitazione, della quale non a caso costituisce fonte di ispirazione. L'intervento riformatore americano, infatti, non limita in alcun modo la possibilità per tutti i soggetti di effettuare sollecitazioni di deleghe, ma disciplina, da un lato, le informazioni da fornire all'investitore, al fine di garantire il consapevole rilascio della delega e, dall'altro, il procedimento di voto, in modo da assicurare l'effettiva partecipazione degli azionisti alle decisioni di voto<sup>134</sup>. È evidente come tale regolamentazione costituisca la traduzione sul piano normativo della *philosophy of disclosure*, che considera l'adeguata informazione dei soci fondamentale per consentire a questi ultimi di operare scelte oculate e corrispondenti al proprio interesse<sup>135</sup>.

Il fulcro della disciplina in esame è costituito dalla Section 14(a) del Securities Exchange Act del 1934, che proibisce di sollecitare deleghe, consensi o autorizzazioni

della delega e del superamento del divieto, inizialmente proprio del sistema di *common law*, di votare per delega, v. L.H. AXE, *Corporate Proxies*, 41 Michigan L. Rev. (1942), p. 38 e ss.

<sup>133</sup> A.A. BERLE, G.C. MEANS, *supra*, nota 6, p. 76: ["*The normal apathy of the small stockholder is such that he will either fail to return his proxy, or will sign on the dotted line [of the proxy form], returning his proxy to the office of the corporation*"]. Una chiara descrizione dei motivi di preoccupazione del legislatore in merito alla autopropagazione degli amministratori è contenuta nei *report* della audizioni della Camera e del Senato sull'Exchange Act (House Report No. 1383, 73d Congress, 2nd Session, 1934 e Senate Report No. 792, 73d Congress, 2nd Session, 1934).

<sup>134</sup> V. i dati riportati da P. SANTELLA ET AL., *supra*, nota 49.

<sup>135</sup> V. M. BIANCA, *supra*, nota 57, p. 160; A. TUCCI, *Le deleghe di voto nelle public companies statunitensi*, Dir. comm. int., 1998, 385 e ss., p. 389.

in violazione dei regolamenti emanati dalla SEC "*nell'interesse pubblico e per la protezione degli investitori*". La norma, pur limitandosi a sancire un ampio principio generale, lasciando sostanzialmente carta bianca alla potestà regolamentare della SEC, consente di mettere in luce due aspetti. In primo luogo, viene riconsociuto un interesse pubblico nel *proxy voting*, che ne attrae a livello federale la regolazione. Tale interesse, ed è questa la seconda notazione, è identificato con l'esigenza di garantire un'adeguata *disclosure* in favore degli investitori. La regolamentazione del *proxy voting* origina dunque in una prospettiva che privilegia la protezione dell'azionista da possibili abusi da parte del *management*, piuttosto che favorire, attraverso una disciplina che limiti i costi legati sollecitazione di deleghe, il mercato del controllo societario ovvero un ruolo attivo degli azionisti nella *corporate governance*<sup>136</sup>. Tale impostazione ha caratterizzato in molti frangenti la successiva evoluzione normativa, sino alla riforma del 1992, "*determinando un'accumulazione progressiva di oneri e divieti che ha nuociuto non poco all'efficienza complessiva del proxy voting system*"<sup>137</sup>.

Il nucleo originario di norme emanate dalla SEC in attuazione della Section 14(a) non incideva significativamente sulle prassi esistenti, limitandosi, da un lato, a prevedere alcuni obblighi informativi a carico di chi intendesse procedere ad una sollecitazione di deleghe e, dall'altro, a precisare che le informazioni fornite non dovessero essere "*false and misleading with respect to any material fact*"<sup>138</sup>. A partire dal 1938, le *proxy rules* sono state oggetto di un costante processo di

<sup>136</sup> La regolamentazione del *proxy voting* si basa inizialmente sul modello di società descritto da Berle e Means, caratterizzato da una moltitudine piccoli azionisti, completamente estranei alla gestione, e dalla separazione fra proprietà e controllo. In forza di tali presupposti, il legislatore americano dà per scontato che la sollecitazione di deleghe sia uno strumento di fatto utilizzato pressochè esclusivamente dagli amministratori e, quindi, la preoccupazione maggiore è imporre determinati oneri informativi a tutela degli investitori. In proposito, v. C. GOFORTH, *Proxy Reform as a Means of Increasing Shareholder Participation in Corporate Governance: Too Little, But Not Too Late*, 43 Am. Univ. L. Rev., (1994), p. 379 e ss.

<sup>137</sup> Così R. PERNA, *supra*, nota 17, p. 56.

<sup>138</sup> SEC, Exchange Act Release No. 378, 24 settembre 1935, p. 1.

revisione e di modifica<sup>139</sup>, tuttora in corso, basato, nella fase iniziale, sull'esperienza accumulata dalla SEC nell'ambito delle verifiche condotte sulle informazioni fornite dal promotore della sollecitazione. Benchè tale verifica preventiva non fosse originariamente prevista dalle disposizioni in esame, infatti, si andò ben presto affermando una prassi di revisione del *proxy material* da parte della Commissione, prassi che fu codificata nel 1940 in un procedimento di registrazione preventiva presso la stessa Commissione del materiale da distribuire per la sollecitazione<sup>140</sup>.

Con la prima significativa riforma, nel 1942, vengono ampliati sia la nozione di sollecitazione, fino ad includere qualsiasi richiesta di deleghe a prescindere dalle modalità di trasmissione, sia gli obblighi informativi ad essa collegati. Con il medesimo intervento viene, inoltre previsto che le proposte provenienti da azionisti qualificati (c.d. *shareholder proposals*) debbano essere inserite nel *proxy statement* predisposto dagli amministratori. L'introduzione delle *shareholders proposals*, sulle quali si avrà modo di tornare, rappresenta un significativo mutamento di approccio da parte della SEC. La disposizione, infatti, testimonia il tentativo della Commissione, ispirato dalle prime formulazioni della teoria della *shareholder democracy*<sup>141</sup>, di affiancare all'obiettivo di tutelare l'investitore attraverso un'adeguata informazione,

---

<sup>139</sup> Al 1938 risale, infatti, la prima revisione della *proxy regulation*. Per un'ampia descrizione delle riforme che si sono succedute, v. J. POUND, *Proxy Voting and the SEC. Investor Protection Versus Market Efficiency*, 29 *Journal of Financial Economics* (1991), p. 241 e ss., la cui analisi però si arresta prima della riforma del 1992, e J.E. FISCH, *supra*, nota 130.

<sup>140</sup> V. R. PERNA, *supra*, nota 17, p. 58. Anche questo Autore ricostruisce con efficacia gli interventi di riforma delle *proxy rules*.

<sup>141</sup> Quello di *shareholder democracy* è un concetto assai ampio; qui ci si riferisce, in generale, all'esigenza di rafforzare la posizione degli azionisti consentendo loro una più incisiva partecipazione alla dialettica societaria. In questo senso, v. già A.A. BERLE, G.C. MEANS, *supra*, nota 6; W.O. DOUGLAS, *Directors Who Do Not Direct*, 47 *Harvard L. Rev.* (1934), p. 1305 e ss. Merita sottolineare che, mentre gli Autori citati, in particolare Douglas, sostenevano una forma organizzata di tutela dei soci, ipotizzando l'istituzione di associazioni di azionisti, dotate addirittura di un riconoscimento governativo, la riforma del '42, pur ispirata alle medesime istanze di tutela, muoveva in direzione diversa, mirando al rafforzamento dei diritti individuali degli azionisti (v. D.T. MITCHELL, *Shareholders as Proxies: The Contours of Shareholder Democracy*, 63 *Wash and Lee L. Rev.* (2006), 1503, p. 1546).

anche quello di garantirgli uno strumento per far sentire la propria voce, nella prospettiva di un coinvolgimento attivo nella dialettica societaria.

La stagione di accese *proxy fights* che caratterizzò la fine degli anni '40 sollevò diffuse preoccupazioni circa l'adeguatezza delle *proxy rules* a garantire sufficienti informazioni agli investitori<sup>142</sup>. Tali preoccupazioni condussero alla riforma del 1956, con la quale venne ulteriormente ampliata la portata applicativa e prescrittiva delle norme citate. La modifica di maggior rilievo riguardò la nozione stessa di sollecitazione: mentre in precedenza essa era limitata alla formale richiesta di conferimento di deleghe, con la riforma tale nozione venne estesa a qualsiasi comunicazione indirizzata agli azionisti ragionevolmente idonea a determinare il rilascio o la revoca di una delega da parte degli stessi. Evidentemente tale definizione dai contorni piuttosto incerti<sup>143</sup> finiva per attrarre sotto l'ombrello delle *proxy rules* qualsiasi comunicazione fra gli azionisti concernente le intenzioni di voto relative ad una determinata assemblea. Allo stesso tempo, vennero ulteriormente rafforzati gli obblighi informativi posti in capo ai promotori della sollecitazione.

Il quadro normativo che si venne a configurare a seguito della riforma del 1956 e dei successivi interventi nella medesima direzione scoraggiava qualsiasi iniziativa

---

<sup>142</sup> V. F.D. EMERSON, F.C. LATCHAM, *SEC Proxy Regulation: Steps Toward More Effective Stockholder Participation*, 59 Yale Law Journal (1950), p. 635 e ss.; ID., *Proxy Contests: A Study in Shareholder Sovereignty*, 41 Calif. L. Rev. (1953), p. 393 e ss. I motivi di insoddisfazione riguardavano la mancata comunicazione da parte dei promotori delle reali partecipazioni detenute, anche tramite soggetti collegati, nella società, nonché i contenuti eccessivamente enfatici e fuorvianti delle comunicazioni. Quanto al primo aspetto è interessante notare incidentalmente che la *proxy fights* per il controllo della New York Central Railroad del 1954 fu decisa in favore dell'*insurgent* (Robert Young) anche grazie al fatto che due suoi alleati votarono in suo favore azioni rastrellate sul mercato, sulla base di un accordo concluso con lo stesso Young che li proteggeva dai rischi connessi con l'oscillazione del prezzo di tali azioni.

<sup>143</sup> La definizione di *proxy solicitation* veniva peraltro interpretata in maniera ampia dalle corti. V., ad esempio, *Studebaker Corp. v. Gittlin*, 360 F.2d 692 (2d Cir. 1966); *Canadian Javelin Ltd. v. Brooks*, 462 F. Supp. 190 (S.D.N.Y. 1978).

da parte degli azionisti "attivi" diretta ad incidere sulla *governance* delle società<sup>144</sup>. Non solo, infatti, il procedimento per la sollecitazione di deleghe aveva raggiunto un livello assai elevato di complicazione e di costi, ma l'ampiezza della definizione stessa di sollecitazione, estesa anche alle semplici comunicazioni in merito agli orientamenti di voto, rendeva di fatto impraticabile qualsiasi forma di coordinamento informale tra gli azionisti<sup>145</sup>.

Agli inizi degli anni '90, si fecero più decise le istanze degli investitori istituzionali interessati ad avere un ruolo attivo nella dialettica societaria; a queste si affiancarono le indicazioni della dottrina circa l'opportunità di rafforzare il potere di *voice* degli stessi investitori istituzionali al fine di rendere più incisivo il loro ruolo di monitoraggio del *management*<sup>146</sup>. Con l'obiettivo di rimuovere gli ostacoli che una regolamentazione del *proxy voting* eccessivamente appesantita aveva posto all'attivismo degli investitori<sup>147</sup>, la SEC varò nel 1992 un'importante riforma che delineò l'attuale struttura delle norme in esame<sup>148</sup>. I principali interventi riguardarono

<sup>144</sup> Il punto è evidenziato da J. POUND, *supra*, nota 139, p. 276, che, citando i dati relativi agli obiettivi delle *proxy fights* nel periodo 1984-1990, sottolinea come i costi della sollecitazione rendessero la stessa una strada praticabile esclusivamente per iniziative tese ad ottenere una significativa partecipazione nel *board* e, soprattutto, il controllo della società. L'exasperazione degli interventi normativi che, al fine di tutelare gli investitori, imponevano rilevanti oneri ai promotori delle *proxy solicitations*, fino a renderle uno strumento difficilmente utilizzabile dagli *insurgents* è colta da R. PERNA, *supra*, nota 17, p., 63, che in proposito parla di "*classica situazione di eterogenesi dei fini*".

<sup>145</sup> Era, infatti, molto elevato il rischio che la SEC ritenesse applicabili le norme sulla sollecitazione alle comunicazioni rivolte a più di dieci azionisti. L'applicazione di tali norme avrebbe imposto agli azionisti coinvolti oneri diretti, derivanti dal procedimento stesso di registrazione del materiale presso la SEC e oneri potenziali, derivanti dal rischio di possibili cause per la diffusione di informazioni non corrette o fuorvianti. Sul punto, v. R.S. FRENCHMAN, *The Recent Revision to Federal Proxy Regulations: Lifting the Ban on Shareholder Communication*, 68 Tulane L. Rev., (1993), 161 e ss, p. 163. Sugli ostacoli posti dalle *proxy rules* all'esercizio della *shareholder voice*, v. anche B.S. BLACK, *Disclosure, Not Censorship: The Case for Proxy Reform*, 17 J. Corp. L. (1991), 49 e ss., p. 53-54.

<sup>146</sup> V. *supra*, cap. I, par. 3 e 4.

<sup>147</sup> SEC, Securities and Exchange Act Release No. 34-31326, 16 ottobre 1992.

<sup>148</sup> In proposito, v., senza pretesa di completezza, B.S. BLACK, *Next Steps in Proxy Reform*, 18 J. Corp. L. (1992), p. 1 e ss; ID., *supra*, nota 145; R.S. FRENCHMAN, *supra*, nota 145; N.M. SHARARA, A.E. HOKE-WITHERSPOON, *The Evolution of the 1992 Shareholder Communication Proxy Rules and Their Impact on Corporate Governance*, 49 Bus. Lawyer (1993), p. 327 e ss.; C. GOFORTH, *supra*, nota 136; J.A.

l'ambito di applicazione della disciplina sulla sollecitazione di deleghe. Rileva in tal senso, l'esclusione dalla nozione di sollecitazione della semplice comunicazione delle intenzioni di voto non finalizzata alla raccolta di deleghe, nonché la c.d. "*disinterested person exemption*". In base a tale esenzione le *proxy rules* non si applicano alle comunicazioni agli azionisti effettuate da chi non è interessato al conferimento di una delega di voto. La riforma del 1992 ha inoltre semplificato la procedura di svolgimento della *proxy solicitation*; il meccanismo di doppia registrazione presso la SEC, con un *filing* preliminare e un *filing* definitivo con le correzioni richieste dalla Commissione, è stato mantenuto esclusivamente per il *proxy statement*, mentre per il restante *proxy material* è previsto solo il *filing* definitivo.

Benchè l'impianto generale delle *proxy rules* sia rimasto quello derivante dalla riforma del 1992, l'attività di elaborazione normativa della SEC non si è arrestata. Le disposizioni in commento sono state successivamente oggetto di ripetute modifiche che hanno riguardato, tra l'altro, l'ambito di applicazione della disciplina, gli aspetti sui quali devono essere fornite informazioni nel *proxy statement* e le modalità di distribuzione dei *proxy materials*. Particolarmente significativa è stata, infine, l'opera di revisione della disciplina delle *shareholders proposals*. Si avrà modo di evidenziare i principali interventi di riforma nel corso dei successivi paragrafi.

### 3. La nozione di *proxy solicitation*

La Rule 14(a)-1 della SEC traccia il perimetro applicativo della disciplina in esame, definendo innanzitutto le nozioni di *proxy* e di *solicitation*. La prima include sia una delega di voto in senso stretto che un "consenso" o un'"autorizzazione". Il riferimento al consenso si spiega in considerazione del fatto che secondo la legge di

---

HORNSTEIN, *Proxy Solicitation Redefined: The SEC Takes an Incremental Step Toward Effective Corporate Governance*, 71 Wash.U.L.Q. (1993), p. 1129 e ss.

molti Stati le deliberazioni assembleari possono essere assunte anche attraverso la raccolta di consensi scritti, senza necessità di una riunione assembleare<sup>149</sup>.

La definizione non si applica solo all'esercizio del diritto di voto ma a tutti i diritti partecipativi degli azionisti. In tal senso vengono in considerazione, in particolare, forme di coordinamento per l'esercizio dei diritti sociali "di quota", quali, ad esempio la convocazione di un'assemblea da parte degli azionisti<sup>150</sup>, oppure l'ispezione dei libri sociali<sup>151</sup>. L'interpretazione molto ampia che le Corti hanno dato, soprattutto in passato, alla nozione di *proxy*, ha portato a ricomprendersi anche attività estranee al novero dei diritti sociali, come, ad esempio, la raccolta di fondi diretta a finanziare una successiva sollecitazione di deleghe<sup>152</sup>. Non sono mancate perplessità in ordine a tale estensione dell'ambito applicativo delle *proxy rules*. I rigidi controlli e i costi che ne derivano, infatti, non paiono pienamente giustificati nelle ipotesi richiamate, che riguardano momenti assai anticipati rispetto all'esercizio del diritto di voto; si è correttamente osservato, infatti, che al fine di limitare l'ingessamento dell'esercizio dei diritti sociali, il controllo sulla trasparenza e correttezza delle comunicazioni potrebbe ben essere rinviato al successivo momento in cui si procede alla vera e propria sollecitazione di deleghe di voto<sup>153</sup>.

Anche la nozione di "*solicitation*", che completa l'individuazione della fattispecie in esame, è molto ampia. Essa, infatti, si riferisce non solo alla semplice richiesta di conferimento della delega, ma anche a qualsiasi comunicazione

---

<sup>149</sup> Cfr. ad esempio, DGCL, tit. 8, par. 228(a).

<sup>150</sup> Cfr. MBCA 7.02(a) (2) che permette agli azionisti titolari del 10% del capitale di convocare uno *special meeting*. Tale diritto non è previsto dalla legge del Delaware.

<sup>151</sup> In *Studebaker Corp. v. Gittlin*, 360 F.2d 692 (2d Cir. 1966) la Corte qualificò come *proxy solicitation* la richiesta di autorizzazione all'ispezione dei libri sociali rivolta ad altri azionisti in modo da raggiungere il *quorum* richiesto dalla legge di New York per l'accesso ai libri sociali.

<sup>152</sup> V. B.S. BLACK, *supra*, nota 9, p. 537.

<sup>153</sup> Così R. PERNA, *supra*, nota, 17, p. 68. L'opportunità di non estendere a dismisura l'ambito applicativo delle *proxy rules* è stata sottolineata dai commenti di molti Autori americani che hanno accompagnato la già citata riforma del 1992.

indirizzata agli azionisti in circostanze tali da poter ragionevolmente determinare il rilascio o la revoca della delega. La SEC e la giurisprudenza hanno individuato, quale elemento caratterizzante per definire la portata di questa clausola omnicomprensiva, la circostanza che la comunicazione rivolta agli azionisti sia riconducibile ad un piano diretto alla sollecitazione di deleghe<sup>154</sup>. In relazione all'ampiezza della richiamata definizione, è opportuno ribadire che le *proxy rules* finiscono per disciplinare una buona parte delle comunicazioni rivolte agli azionisti.

Come già accennato, con la riforma del 1992, la SEC ha escluso che costituiscano *proxy solicitation* le comunicazioni relative alle intenzioni di voto e le ragioni ad esse sottostanti, effettuate da soggetti che non procedono in altro modo ad una sollecitazione di deleghe. Per rientrare nel citato *safe harbor*, tali comunicazioni devono essere rese pubbliche attraverso mezzi di comunicazione di massa accessibili a tutti gli azionisti<sup>155</sup>.

Accanto alle fattispecie non costituenti sollecitazione, sono previste alcune forme di comunicazione che, sebbene ricomprese nell'ambito della definizione sopra esaminata, sono esentate dalle *proxy rules*, pur rimanendo soggette alla cd. *anti-fraud provision* stabilita dalla Rule 14a-9<sup>156</sup>. La principale di esse è la c.d. *disinterested person exemption*, in base alla quale le norme citate non si applicano alle comunicazioni effettuate da chi non abbia l'intento di ottenere, neanche

---

<sup>154</sup> V. *SEC v. Okin*, 132 F.2d 784, 786 (2nd Cir. 1943) secondo cui la definizione di sollecitazione "*extends to any other writings that are part of a continuous plan ending in solicitation and that prepare the way for its success*". Le Corti hanno poi individuato una serie di elementi segnaletici della sussistenza di una *solicitation*; per un'analisi di tale giurisprudenza, v. J.A. HORNSTEIN, *supra*, nota 148. Per una rassegna di casi in cui le Corti hanno ritenuto che una comunicazione indirizzata agli azionisti costituisca una sollecitazione di deleghe, v. D.L. GOELZER, F.R BROWN, *Preparation of proxy materials* in Balotti, Finkelstein, Williams (Eds.), *Meetings of Stockholders*, Aspen Publishers, 2007, p. 4-13.

<sup>155</sup> Cfr. Rule 14a-1(l)(2). La norma ricomprende nel *safe harbor* anche le dichiarazioni di voto dirette a persone nei cui confronti il soggetto dichiarante ha un obbligo fiduciario in relazione ai titoli dallo stesso detenuti e quelle effettuate in risposta a richieste di ulteriori informazioni conseguenti a precedenti comunicazioni non costituenti sollecitazione.

<sup>156</sup> V. *infra*, nota 161.

indirettamente, il conferimento delle deleghe<sup>157</sup>. Tale esenzione ha contribuito in maniera rilevante a dare vigore alla dialettica sociale. Grazie ad essa, infatti, gli investitori attivisti hanno la possibilità di organizzare delle vere e proprie campagne mediatiche per orientare il voto degli altri azionisti, senza dover sottostare alle regole sulla sollecitazione di deleghe<sup>158</sup>.

#### 4. Il *proxy statement* e il *proxy form*

Come si è già rilevato, la disciplina della sollecitazione di deleghe è ispirata a principi di assoluta trasparenza e informazione in favore dei soggetti sollecitati. Perno dell'intero sistema informativo è il *proxy statement*, un documento informativo che deve essere distribuito agli azionisti tendenzialmente prima che inizi la sollecitazione.

Il *proxy statement* deve essere redatto conformemente al Modello 14A delle *proxy rules*, che si articola in 24 punti, ciascuno dei quali prevede dettagliate informazioni da fornire agli azionisti. In particolare, devono essere fornite, tra le altre, indicazioni circa i soggetti per conto dei quali la sollecitazione è effettuata, circa le spese complessive della sollecitazione, con indicazione dei soggetti cui sono poste a carico, nonché informazioni sugli interessi sostanziali dei soggetti coinvolti nella sollecitazione.

---

<sup>157</sup> Cfr. Rule 14a-2(b)(1) che indica anche le ulteriori condizioni necessarie per configurare l'esenzione citata nel testo.

<sup>158</sup> Si tratta, in particolare, delle c.d. "just vote no" *campaign*, nelle quali gli investitori attivisti, invece di promuovere una sollecitazione di deleghe a favore di propri candidati al consiglio di amministrazione, organizzano una vera e propria campagna di comunicazione per orientare gli azionisti a non votare in favore dei candidati proposti dalla società. Non prevedendo la proposta di candidature alternative, le citate iniziative non permettono di modificare direttamente la composizione del *board*. Tuttavia, in virtù dell'esenzione dalle *proxy rules* descritta nel testo, le "just vote no" *campaign* consentono di contenere fortemente i costi di comunicazione con i soci; esse si sono pertanto rivelate un efficace strumento per veicolare lo scontento degli azionisti. Per un'analisi approfondita, che esula dall'ambito di questo lavoro, v. J.A. GRUNDFEST, *Just Vote No: A Minimalist Strategy for Dealing with Barbarians Inside the Gates*, 45 *Stanford Law Review* (1993), p. 857 e ss. e D. DEL GUERCIO, L. SEERY, T. WOJDITKE, *Do Boards Pay Attention When Institutional Investor Activists 'Just Vote No'?*, 90 *Journal of Financial Economics* (2008), p. 84 e ss., che forniscono una conferma, basata su rilevamenti empirici, dell'efficacia dello strumento in esame nell'orientare il comportamento degli amministratori.

Molto importante e minuziosamente regolamentata è la *disclosure* relativa ai componenti del consiglio di amministrazione e al *top management*. In particolare, ha assunto crescente rilevanza l'informazione in merito alle politiche e alle modalità di remunerazione dei citati soggetti; in proposito il Modello 14A richiama anche alcune norme specifiche in tema di remunerazione contenute nel Regulation S-X. La SEC è intervenuta ripetutamente su questi aspetti<sup>159</sup>; da ultimo, nel dicembre del 2009, ha approvato delle modifiche alle *proxy rules* per richiedere un maggior grado di *disclosure* sulle competenze e sugli eventuali procedimenti legali a carico dei membri del, e dei candidati al, consiglio di amministrazione, nonché sulle politiche e pratiche di remunerazione, inclusi i potenziali conflitti di interesse dei *compensation consultants* e sulla struttura dei compensi basati sull'assegnazione di azioni od opzioni<sup>160</sup>.

Il secondo documento rilevante nella sollecitazione di deleghe è il *proxy form*, cioè il modulo di delega, con il quale il titolare del diritto di voto conferisce il potere rappresentativo al sollecitante, esprimendo le proprie istruzioni di voto. In proposito, merita rilevare che la disciplina federale in esame configura la sollecitazione secondo un modello *two-way proxy*, nel quale, cioè, chi effettua la *proxy solicitation* è tenuto ad esercitare le deleghe ricevute anche se contengono istruzioni difformi dalle proprie proposte, ipotesi in realtà assai rara.

## 5. La registrazione dei *proxy materials*

Il rispetto degli articolati obblighi di *disclosure* visti sopra è soggetto, oltre ad una verifica formale *ex post* attraverso i rimedi giurisdizionali basati soprattutto

---

<sup>159</sup> Per una ricostruzione dei precedenti interventi della SEC in materia di compensi di amministratori e dirigenti fino al 1998, v. R. PERNA, *supra*, nota 17, p. 84 e ss.

<sup>160</sup> SEC, Release Nos. 33-9089; 34-61175, 16 dicembre 2009.

sull'ampia Rule 14a-9<sup>161</sup>, ad un accertamento *ex ante* basato sul processo di registrazione presso la SEC del *proxy statement* e del *proxy form*. Come già accennato, invece, a partire dal 1992, gli altri documenti distribuiti nel corso della sollecitazione, tra i quali in particolare l'*annual report*, vengono depositati solo in forma definitiva contestualmente alla loro diffusione presso gli azionisti.

Almeno dieci giorni prima di essere inviati agli azionisti, i due documenti citati devono essere depositati in forma preliminare presso la SEC, che ne valuta la conformità alle norme e fornisce eventuali indicazioni di rettifica<sup>162</sup>. Il procedimento di verifica prevede un meccanismo di silenzio-assenso, in base al quale, se entro dieci giorni dal deposito la Commissione non comunica al promotore che i documenti sono oggetto di revisione, questi può procedere con la sollecitazione, previo deposito della versione definitiva del *proxy statement* e del *proxy form* nonché degli altri documenti che non sono oggetto di *filing* preventivo. Viceversa, qualora la SEC comunichi che è in corso una revisione, è prassi che il promotore, benché non esista un obbligo giuridico in tal senso, attenda di ricevere le indicazioni in merito alle modifiche da apportare per il deposito definitivo<sup>163</sup>.

Il controllo della Commissione sul *proxy statement* e sul *proxy form* ha carattere informale e, pertanto, benché assai rilevante nella prassi, non produce

---

<sup>161</sup> La Rule 14a-9 proibisce la diffusione nell'ambito della sollecitazione di informazioni false o fuorvianti riguardanti fatti rilevanti. La formulazione ricalca quella della Rule 10b-5, tuttavia, a differenza di quest'ultima, non è richiesto l'accertamento del dolo. V. J.R. BROWN, *The regulation of corporate disclosure*<sup>3</sup>, Aspen Publishers, 2009, p. 14-23.

<sup>162</sup> La Rule 14a-6(a) prevede che in alcune ipotesi, tra le quali l'ordinaria raccolta di deleghe da parte dell'emittente per l'elezione degli amministratori, l'emittente provveda al solo deposito definitivo del *proxy statement* e del *proxy material*. Non è possibile valersi di questa esenzione dal procedimento di *review* del *proxy statement* nel caso sia presentata una sollecitazione da parte di terzi "in opposizione" rispetto a quanto proposto dagli amministratori (*solicitation in opposition* o *contested solicitation*).

<sup>163</sup> Il processo di revisione può durare ben di più di dieci giorni. V. L.L. GREEN, A.N. GOLDBERT, *An overview of the proxy solicitation rules*, in Goodman, Olson, Fontenot (Eds.), *SEC proxy and compensation rules*<sup>5</sup>, Aspen Publishers, 2010, p. 9-11.

un'attestazione di conformità alla legge e non preclude, quindi, la possibilità di un successivo sindacato giudiziale.

Il descritto processo di registrazione dei *proxy materials* svolge un ruolo centrale nell'assicurare la coerenza delle informazioni fornite agli azionisti, garantendo l'assolvimento della funzione informativa propria della *proxy solicitation*. Esso, tuttavia, non è privo di rilevanti impatti sotto il profilo dei costi e dei tempi della sollecitazione. A tale ultimo riguardo, nel 1999 la SEC ha modificato la Rule 14a-12 per ampliare la possibilità di inviare agli azionisti delle comunicazioni prodromiche alla richiesta di conferimento delle deleghe prima del deposito del *proxy statement*<sup>164</sup>. La citata norma, infatti, tanto nel caso di raccolta di deleghe ordinaria da parte della società, quanto nel caso di *proxy fight*, consente a chi intende sollecitare le deleghe di comunicare con gli azionisti prima del deposito del *proxy statement*, a condizione che i documenti inviati siano contestualmente depositati presso la SEC e siano rispettate le ulteriori prescrizioni previste dalla stessa Rule 14a-12. Va rilevato che, in ogni caso, la consegna del *proxy form*, e quindi la sollecitazione vera e propria della delega, può avvenire solo previa consegna del *proxy statement* definitivo approvato dalla SEC.

## **6. Il funzionamento del *proxy voting* nel sistema di detenzione intermediata delle azioni**

Il sistema di detenzione delle azioni negli USA, in cui non vige un regime di dematerializzazione totale dei titoli, si caratterizza per l'interposizione reale di una catena di intermediari fra l'emittente e l'azionista. Al vertice della catena di detenzione è situato, in qualità di depositario centrale, la Depository Trust

---

<sup>164</sup> Cfr. SEC, Release No. 34-42055, 26 ottobre 1999. In precedenza la possibilità di iniziare una sollecitazione prima del deposito del *proxy statement* era prevista solo per le *contested solicitation*. Sul punto, v. L.L. GREEN, A.N. GOLDBERG, *supra*, nota 163, p. 9-12.

Company<sup>165</sup> (DTC) alla quale sono formalmente intestate le azioni e che risulta, quindi, iscritta nel libro soci delle società emittenti<sup>166</sup>.

I principali *brokers* e banche agiscono come controparti dirette del DTC (*depository participant*), presso il quale depositano le azioni detenute per conto proprio o della propria clientela. I trasferimenti delle azioni sono effettuati dal DTC, mediante l'addebitamento e l'accreditamento dei conti dei *participants*, i quali, a loro volta, provvedono a variare i conti dei loro clienti. La catena di intermediazione ora descritta può prevedere più di un passaggio, in quanto fra i *depository participants* e l'investitore finale si frappongono spesso più livelli di sub depositanti. Ciò è dovuto al fatto che solo gli intermediari più grandi agiscono come *depository participants* e svolgono questo servizio per conto di altri intermediari, i quali, a loro volta sono in rapporto, diretto o indiretto, con l'investitore finale<sup>167</sup>. Il sistema sin qui descritto (c.d. *street name registration*) subisce un'ulteriore complicazione dovuta alla prassi degli intermediari di intestare le azioni ad apposite partnership, in qualità di *nominee*; lo stesso DTC detiene le proprie azioni sotto il nome di "Cede & Co"<sup>168</sup>.

Siffatto sistema di detenzione delle azioni, conduce ad una scissione fra l'intestazione formale (*legal ownership*) e la proprietà sostanziale (*beneficial ownership*) delle stesse. Il diritto societario statale non riconosce questa distinzione e attribuisce al *legal owner* l'esercizio dei diritti sociali connessi alla partecipazione<sup>169</sup>. Pare dunque opportuno ripercorre brevemente il meccanismo, previsto a livello federale, che consente di riconciliare *legal* e *beneficial ownership* con riferimento all'esercizio del diritto di voto, in attuazione del principio, sancito dalla Section 14(b)

<sup>165</sup> Si tratta di una società controllata e gestita dal DTCC, *Depository Trust & Clearing Corporation*.

<sup>166</sup> La DTC è formalmente intestataria, tramite la Cede & Co., di circa l'83% delle azioni quotate sul NYSE e di circa il 72% di quelle quotate sul NASDAQ (v. DTC, *Annual report*, 1999).

<sup>167</sup> V. M. KAHAN, E.B. ROCK, *The Hanging Chads of Corporate Voting*, 96 *Georgetown Law Journal*, 2008, 1227, p. 1239.

<sup>168</sup> V. M. GARGANTINI, *supra*, nota 107, p. 47.

<sup>169</sup> V. *Enstar Corp. v. Senouf*, 535 A.2d 1351 (Del. 1987).

del Securities Exchange Act, per cui i soggetti intestatari non possono conferire deleghe in relazione ad azioni detenute per conto di terzi, in contrasto con le disposizioni stabilite dalla SEC.

Il processo inizia con la richiesta dell'emittente al DTC volta a individuare i *depository participants* per conto dei quali il DTC detiene azioni dell'emittente stesso<sup>170</sup>. Ottenuta questa informazione, l'emittente invia una *search card* a tali *depository participants* in cui richiede il numero (e, si badi, non l'identità) dei *beneficial owners*<sup>171</sup>. Questa prima mappatura assai sommaria dell'azionariato è necessaria all'emittente per predisporre un adeguato numero di *proxy materials* da far pervenire ai *beneficial owners*. L'inoltro del materiale avviene attraverso la catena di intermediazione; pertanto, l'emittente, successivamente alla *record date*<sup>172</sup>, è tenuto a mettere a disposizione degli intermediari un numero adeguato di copie di *proxy materials* che gli stessi intermediari provvedono a inoltrare ai *beneficial owners* entro cinque giorni lavorativi dal ricevimento<sup>173</sup>.

Poiché, come si vedrà, il problema dei costi connessi con le attività della sollecitazione di deleghe assume una significativa rilevanza nell'ambito della disciplina in esame, pare opportuno sottolineare che le spese per l'inoltro dei *proxy materials*

---

<sup>170</sup> Cfr. Rule 17Ad-8(b).

<sup>171</sup> Cfr. Rule 14a-13. Come detto, tuttavia, diversi livelli di intermediari (c.d. *respondent banks*) possono frapporsi fra il *depository participant* e l'investitore finale. In tal caso, il *depository participant* indica all'emittente l'identità delle *respondent bank* alle quali l'emittente invia una ulteriore *search card*. Tale processo si ripete fino a raggiungere l'ultimo intermediario della catena che detiene le azioni per conto dell'investitore finale.

<sup>172</sup> Il sistema di legittimazione al voto previsto dal diritto del Delaware (cfr. DGCL, par. 213) e diffuso negli altri stati (cfr. MBCA, par. 7.07) si basa sul meccanismo della *record date*, per il quale possono intervenire e votare i soci che risultino iscritti nel registro dell'emittente a una data, fissata, entro certi limiti, dal consiglio di amministrazione, antecedente a quella di convocazione dell'assemblea. Un sistema di legittimazione basato sulla *record date*, che presenta alcune differenze rispetto a quello americano, è stato introdotto in Italia per le società quotate, in attuazione della direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti. V. *infra*, anche per i riferimenti bibliografici, nota 398 e testo corrispondente.

<sup>173</sup> Cfr. Rule 14b-1(b)(2) e Rule 14b-2(b)(3). Generalmente questi servizi sono gestiti da una società specializzata (Broadridge) che opera di fatto in un regime di monopolio. V. M. KAHAN, E.B. ROCK, *supra*, nota 167, p. 1244.

agli investitori finali, ma non quelle connesse con la semplice determinazione del numero dei *beneficial owners* con il sistema della *search card* visto sopra<sup>174</sup>, sono a carico dell'emittente. La quantificazione di tali spese è determinata ricorrendo sulla base dei criteri fissati dal NYSE e da alcune associazioni di categoria (ad esempio, l'associazione dei *brokers*, NASD)<sup>175</sup>.

Non tutti i documenti devono essere necessariamente inviati attraverso la catena di intermediari. L'emittente può, infatti, avvalersi della facoltà di inviare l'*annual report* direttamente ai *beneficial owner*. In tal caso, dopo la *record date*, gli intermediari dovranno comunicare all'emittente i dati dei *beneficial owner* che non hanno negato il proprio consenso a tale comunicazione (c.d. *not objecting beneficial owners*, NOBO)<sup>176</sup>. Gli emittenti generalmente si avvalgono di questa possibilità in quanto consente loro di ottenere informazioni utili all'identificazione degli azionisti<sup>177</sup>, un elemento questo di grande rilevanza strategica nel caso in cui venga promossa una sollecitazione in opposizione rispetto a quella della società.

---

<sup>174</sup> Tali spese restano, pertanto, a carico degli intermediari. Il DTC può, invece, richiedere il pagamento di una *fee* per l'individuazione dei *depository participants*. V. J.R. BROWN, *The Shareholder Communication Rule and the Security and Exchange Commission: an Exercise in Regulatory Utility or Futility?*, 13 J. Corp. L. (1988), 683, p. 749.

<sup>175</sup> Cfr. NYSE LISTED COMPANY MANUAL, Rule 465 (*Supplementary Material*) e FINRA, Rule 2251 (*Forwarding of Proxy and Other Issuer-Related Materials*). Nella prassi, gli intermediari affidano lo svolgimento dei compiti loro imposti dalle *proxy rules* a un *proxy servicer* (Broadridge), il quale addebita agli emittenti le *fees* nella misura massima stabilita dalle regole richiamate e retrocede agli intermediari la differenza tra la somma così raccolta e l'importo concordato con gli stessi intermediari per lo svolgimento del servizio. Per una descrizione del sistema di determinazione e pagamento delle *proxy fees* e delle problematiche connesse con la prassi citata e con il regime di monopolio di cui gode Broadridge nel mercato del *proxy servicing*, v. SEC, Release No. 34-62495 (*Concept release on the U.S. proxy system*), 14 luglio 2010.

<sup>176</sup> La Rule 14b-1(b)(3) prevede la comunicazione del nome, dell'indirizzo e delle azioni detenute.

<sup>177</sup> Tale identificazione, peraltro, è fortemente limitata dal fatto che circa il 75% dei *beneficial owners*, detentori di circa il 52-60% delle azioni circolanti, al momento della stipula del contratto di deposito con l'intermediario, non rilasciano il consenso alla comunicazione dei propri dati, qualificandosi come *objecting beneficial owners* (OBO). I dati sono riportati da BUSINESS ROUNDTABLE, *Request for Rulemaking Concerning Shareholder Communications, Petition 4-493*, 12 aprile 2004, disponibile su: <http://www.sec.gov/rules/petitions/petn4-493.htm>.

Come rilevato, il diritto statale attribuisce al *legal owner*, che nella maggior parte dei casi è la DTC, il diritto di voto. Pertanto, parallelamente al trasferimento del materiale informativo, è necessario attribuire agli investitori finali anche il diritto ad esercitare il voto. A tal fine la stessa DTC conferisce ai *depository participants* una *omnibus proxy*, ovvero una delega per l'esercizio del voto per le azioni detenute da tali intermediari, con facoltà di subdelega in favore dei soggetti posti al gradino inferiore della catena<sup>178</sup>. Generalmente, gli ultimi intermediari della catena, anziché conferire una delega agli investitori finali, richiedono agli stessi delle istruzioni di voto e provvedono a votare in conformità ad esse<sup>179</sup>.

La disciplina sin qui esaminata, che, come detto, trova applicazione innanzitutto nella gestione ordinaria dell'assemblea, assicurando una capillare diffusione dell'informazione preassembleare, svolge un'importante funzione informativa per gli azionisti. Il descritto sistema di raccolta del voto che, partendo dall'emittente, raggiunge i singoli azionisti, contribuisce ad assicurare un'elevata partecipazione assembleare. Esso, tuttavia, non è esente da rilevanti aspetti problematici legati, in particolare, alla sua estrema complessità e ai rischi di disallineamento fra il soggetto legittimato al voto e il titolare dell'interesse economico sottostante (c.d. *empty voting*)<sup>180</sup>.

## **7. Le sollecitazioni di deleghe in contrapposizione alla società: strumento per l'acquisizione del controllo e di *voice* degli azionisti**

Il complesso sistema delle *proxy rules* trova applicazione, con le differenze e le peculiarità di cui si dirà nel prosieguo, anche con riferimento alle sollecitazioni di

---

<sup>178</sup> V. J.R. BROWN, *supra*, nota 174, p. 752 e M. KAHAN, E.B. ROCK, *supra*, nota 167, p. 1247.

<sup>179</sup> J.C. WILCOX, J.J. PURCELL E H.W. CHOI, "*Street Name*" *Registration & the Proxy Solicitation Process*, in Goodman, Olson, Fontenot (Eds.), *Sec proxy and compensation rules*<sup>5</sup>, Aspen Publishers, 2010, par. 11.03.

<sup>180</sup> Per un'analisi delle problematiche menzionate nel testo V. SEC, *supra*, nota 175, anche per ampi riferimenti bibliografici.

deleghe effettuate da terzi in contrapposizione rispetto al *management* (c.d. *proxy contests* o *proxy fights*). In presenza di un azionariato diffuso e senza uno stabile gruppo di controllo, le battaglie per la raccolta delle deleghe costituiscono un potente strumento di governo societario<sup>181</sup>, disponibile per scopi diversi, a seconda delle intenzioni del proponente e del grado di contrasto fra lo stesso e il *management*. In primo luogo, infatti, le *proxy fights* possono essere utilizzate come meccanismo di scalata della società da parte di coloro (*insurgents*) che mirano, per tale via, a sostituire gli amministratori in carica (*full slate contests*)<sup>182</sup>.

Quello delle *proxy fights* dirette ad acquisire il controllo della società costituisce l'aspetto certamente più noto della disciplina in esame. Esso, tuttavia, non è l'unico. Le sollecitazioni di deleghe, infatti, costituiscono un importante strumento di *voice* per gli azionisti. In questo senso assumono rilevanza, in primo luogo le battaglie dirette ad eleggere nel consiglio alcuni rappresentanti indicati dagli azionisti dissidenti, senza mutare la maggioranza del consiglio stesso (cd. *short slate contests*)<sup>183</sup>. In secondo luogo, vengono in considerazione le sollecitazioni volte a sostenere specifiche proposte avanzate dagli azionisti, ad esempio in relazione all'approvazione di operazioni di fusione o a talune modifiche statutarie<sup>184</sup>.

---

<sup>181</sup> È significativo il fatto che a partire dal 2004 i promotori delle sollecitazioni estranei alla società abbiano vinto nel 41% dei casi. V. S. TAUB, *Fewer Proxy Fights This Year, And Fewer Activist Wins*, disponibile su: <http://iimagazine.com>.

<sup>182</sup> Con il termine *full slate contests* si indicano le sollecitazioni dirette a nominare tutti i membri del consiglio di amministrazione. Esse sono piuttosto rare, in quanto molte società adottano uno *staggered board*, che, come detto (v. *supra*, nota 25), comporta la scadenza scaglionata del mandato degli amministratori e l'impossibilità di revocare gli stessi in assenza di giusta causa. Tale previsione costringe coloro che intendano acquisire il controllo della società a lanciare, generalmente a distanza di un anno l'una dall'altra, due successive *short slate contests* (cioè due sollecitazioni ciascuna delle quali è diretta a sostituire la classe di amministratori in scadenza per quell'anno) per arrivare ad ottenere la maggioranza del *board*.

<sup>183</sup> V. A. TUCCI, *supra*, nota 135, p. 390.

<sup>184</sup> In particolare, un'autonoma sollecitazione di deleghe è necessaria per le deliberazioni escluse dalla Rule 14a-8 (c.d. *shareholder proposal rule*), norma che consente l'inserimento di alcune proposte formulate dagli azionisti nella documentazione distribuita dalla società per la *proxy solicitation*

## 8. (Segue) La sollecitazione di deleghe come strumento di contesa del controllo societario

È evidente che gli interessi in gioco nel caso in cui venga promossa una *proxy fight* sono ben più articolati rispetto all'ipotesi di *proxy solicitation* ordinaria promossa dalla società. Accanto all'esigenza di assicurare la trasparenza informativa in favore della generalità degli azionisti, emerge la necessità di consentire alla società e agli *insurgents* di comunicare rapidamente con gli azionisti, in modo da poter replicare alle affermazioni fatte dall'"avversario" e, soprattutto, la necessità di garantire un certo equilibrio fra le posizioni dei contendenti. Il primo problema è stato risolto attraverso una disciplina derogatoria, successivamente estesa a tutte le ipotesi di *proxy solicitations*, che consente, a determinate condizioni, di iniziare le comunicazioni agli azionisti anche prima dell'avvio del processo di registrazione del *proxy statement*<sup>185</sup>.

Assai più complesso, invece, è il tema della parità di trattamento fra gli amministratori e gli *insurgents*. I primi, infatti, godono di rilevanti vantaggi, consistenti nella possibilità di controllare la tempistica della sollecitazione, fissando la data dell'assemblea e la *record date*, e, soprattutto, di addebitare le spese della stessa sollecitazione alla società, nonché di accedere agevolmente alla *shareholder list* e di sfruttare la conoscenza e il rapporto instaurato con i maggiori azionisti<sup>186</sup>.

Gli amministratori, inoltre, si trovano spesso in una posizione di conflitto di interessi<sup>187</sup>: è evidente, infatti, che opponendosi a una *proxy fight* facendo ricorso alle risorse della società, essi salvaguardano innanzitutto la propria posizione all'interno del *board*.

ordinaria, con evidenti vantaggi per gli azionisti in termini di semplicità del processo e limitazione dei costi. V. *infra*, par. 9.

<sup>185</sup> Cfr. *supra*, par. 5.

<sup>186</sup> V. T. BAUMS & K.E. SCOTT, *Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the U.S. and Germany*, 17 J. Applied Corp. Fin. (2005), 44 e ss. p. 58.

<sup>187</sup> V. R.C. CLARK, *supra*, nota 9, p. 370.

### 8.1 Il problema dell'accesso alle informazioni sull'identità degli azionisti

Come si è già rilevato, l'accesso alle informazioni sull'identità degli azionisti e sulla consistenza delle partecipazioni dagli stessi detenute è di grande importanza strategica per la buona riuscita di una sollecitazione di deleghe. Infatti, la disponibilità di tali informazioni, benché limitate per via del sistema intermediato di detenzione dei titoli descritto nel precedente paragrafo 6 e, soprattutto, della disciplina dettata a tutela della riservatezza degli azionisti<sup>188</sup>, consente di elaborare strategie comunicative particolarmente efficaci in quanto differenziate a seconda delle diverse categorie di destinatari<sup>189</sup>. Inoltre, la mappatura dell'azionariato permette di formulare delle previsioni abbastanza precise sul possibile esito della votazione e di stimare, quindi, le possibilità di successo di una *proxy fight*.

Sulla base di tali considerazioni, la dottrina aveva auspicato che la SEC, nell'intervenire sulla disciplina relativa alla distribuzione dei *proxy materials* da parte di soggetti diversi dall'emittente, introducesse una previsione volta ad equiparare il più possibile la posizione del promotore della sollecitazione a quella degli amministratori<sup>190</sup>. Tuttavia, nonostante una prima formulazione della norma andasse nel senso indicato, la versione definitiva della Rule 14a-7 introdotta nel 1992 ha cristallizzato una posizione di vantaggio per gli amministratori. La norma, infatti, prevede che la società, qualora effettui o intenda effettuare una sollecitazione di deleghe in occasione di un'assemblea, è tenuta, su richiesta scritta di un azionista, a fornirgli la lista di tutti gli intermediari che detengono azioni della società presso il DTC (c.d. *record holders*) nonché la lista dei NOBO più aggiornata, ottenuta

---

<sup>188</sup> Cfr. *supra*, nota 177 e testo corrispondente.

<sup>189</sup> V. M. GARGANTINI, *supra*, nota 107, p. 14, ove ulteriori riferimenti. Non a caso vi sono società specializzate nell'identificazione degli azionisti e nella mappatura dell'azionariato.

<sup>190</sup> V. gli Autori citati da A. TUCCI, *supra*, nota 135, alla nota 98, cui *adde*, P.M. NEUHAUSER, *Facilitating Shareholder Communications*, 17 J. Corp. Law (1992), 213 e ss., p. 214.

attraverso il meccanismo delle *inquiry* previsto dalla Rule 14a-13 e descritto *supra*<sup>191</sup>. Tranne che in alcune limitate ipotesi<sup>192</sup>, tuttavia, all'emittente è data la facoltà di provvedere all'invio dei *proxy materials* per conto del soggetto promotore della sollecitazione, anziché fornire a quest'ultimo le informazioni citate.

Gli amministratori generalmente ricorrono a questa seconda possibilità, che consente loro di ottenere diversi vantaggi<sup>193</sup>. In primo luogo, infatti, essi precludono agli *insurgents* l'accesso alle informazioni sull'identità dei *beneficial owners*, che, come si è già rilevato, costituiscono un prezioso patrimonio sotto il profilo strategico. In secondo luogo, gli amministratori conservano il totale controllo sull'invio di tutti i documenti<sup>194</sup> predisposti dagli *insurgents*; ciò consente loro di influire sui tempi e sui costi della sollecitazione promossa da terzi. Infatti, la previsione che l'emittente invii i *proxy materials* per conto del proponente con "*reasonable promptness*"<sup>195</sup>, è sufficientemente ampia da consentire agli amministratori di porre in essere tecniche dilatorie volte a scandire i tempi della sollecitazione a proprio vantaggio<sup>196</sup>. L'emittente, inoltre, dovrà procedere all'invio ai *beneficial owners* attraverso la catena di intermediazione; tale macchinoso sistema determina una dilatazione dei tempi e un innalzamento dei costi di spedizione, rispetto all'invio diretto che il

---

<sup>191</sup> V. *supra*, par. 6. La Rule 14a-7(2)(iii) prevede che le informazioni siano fornite nel formato richiesto dall'azionista e siano costantemente aggiornate fino alla *record date*.

<sup>192</sup> Cfr. Rule 14a-7(b).

<sup>193</sup> V. S.L. EMANUEL, *Corporations*<sup>6</sup>, Aspen Publishers, 2009, p. 123.

<sup>194</sup> Tali materiali comprendono non solo il *proxy form* e il *proxy statement*, ma anche le ulteriori comunicazioni indirizzate agli azionisti per convincerli ad aderire alle proposte di voto formulate (c.d. *fight letters*).

<sup>195</sup> Cfr. Rule 14a-7(a)(2)(i).

<sup>196</sup> V. S.L. EMANUEL, *supra*, nota 193, p. 115 che evidenzia che nella prassi gli amministratori cercano di ritardare l'invio dei documenti degli *insurgents* e di allineare tale invio con la distribuzione dei *proxy materials* della società, in modo da limitare le possibilità di replica degli *insurgents*. La SEC era intervenuta per limitare il ricorso a tecniche dilatorie basate sul rifiuto di eseguire una richiesta *ex* Rule 14a-7 adducendo successivamente l'incompletezza della stessa richiesta, precisando che tale incompletezza deve essere rilevata entro cinque giorni lavorativi dalla richiesta. SEC, Securities and Exchange Act Release No. 34-32723, 6 agosto 1993.

promotore potrebbe effettuare avendo a disposizione l'elenco dei *beneficial owners*. Poiché l'emittente si avvale di un *proxy servicer*, i costi di spedizione sono predeterminabili sulla base delle disposizioni dettate dalle associazioni di categoria; è tuttavia evidente che gli amministratori non hanno alcun interesse a ridurre tali costi e possono invece agire in modo da aumentarne l'importo, disincentivando, così, il ricorso alle *proxy fights*.

Al fine di evitare i menzionati problemi di *agency* e di ottenere un contatto diretto con i *beneficial owners*, gli *insurgents* possono ricorrere al diritto di accesso ai libri sociali, generalmente riconosciuto agli azionisti da tutti gli stati<sup>197</sup>.

La legge del Delaware non pone particolari condizioni per l'esercizio di tale diritto<sup>198</sup>, limitandosi a stabilire che esso è consentito agli *stockholders*<sup>199</sup> che dimostrino un "*valido motivo*"<sup>200</sup>. Va rilevato, tuttavia, che anche l'accesso ai libri sociali presenta il rischio di comportamenti ostruzionistici da parte degli amministratori, i quali non di rado ritardano il rilascio delle informazioni richieste, costringendo gli *insurgents* a ricorrere all'autorità giudiziaria<sup>201</sup>.

---

<sup>197</sup> V. J.F. GROSSBAUER, C.T. WILLIAMS, *The Increasing Role of Delaware Books and Records Demands In Compensation and Governance Disputes*, novembre 2004, disponibile su: <http://www.potteranderson.com/news-publications-0-41.html>.

<sup>198</sup> Cfr. DGCL, par. 220.

<sup>199</sup> Nel 2003 la definizione di *stockholder* è stata modificata per ricomprendervi anche i *beneficial owners*, al fine di estendere anche a questi ultimi la legittimazione all'accesso ai libri sociali, in precedenza prevista per i soli *record owners*.

<sup>200</sup> Il motivo deve essere dichiarato sotto giuramento. L'interpretazione di cosa costituisca una "proper purpose" è abbastanza ampia e generalmente comprende l'intenzione di promuovere una sollecitazione di deleghe. V. S.L. EMANUEL, *supra*, nota 193, p 123. Giova sottolineare, inoltre, che nel caso in cui la richiesta d'accesso sia limitata al libro soci e all'elenco degli *stockholders*, la sua validità sotto il profilo della motivazione è assistita da una presunzione *iuris tantum*. V. M.D. MCINTYRE, *The Stockholder's Statutory Right to Inspect Corporate Books and Records*, 2010, disponibile su: [http://www.gelaw.com/articles/2010\\_Books\\_and\\_Records.pdf](http://www.gelaw.com/articles/2010_Books_and_Records.pdf), p. 3. La necessità che la richiesta di accesso ai libri sociali sia effettuata sulla base di un valido motivo è richiesta anche dal MBCA, par.16.02.

<sup>201</sup> V. S.L. EMANUEL, *supra*, nota 193, p 123. Al fine di limitare i comportamenti ostruzionistici degli amministratori, il DGCL par. 220(c), prevede che, decorsi cinque giorni dalla richiesta, lo *stockholder* possa adire la Court of Chancery per ottenere un provvedimento ingiuntivo che gli consenta di

Un altro aspetto oggetto di possibile contenzioso concerne le informazioni alle quali l'azionista ha diritto ad accedere; come si è già evidenziato, infatti, il solo libro soci non consente alcuna identificazione dei *beneficial owners* con i quali chi promuove la sollecitazione ha interesse a entrare in contatto. In merito, le corti del Delaware hanno da tempo sancito un importante principio, in base al quale, una volta riconosciuto il diritto di accesso all'azionista, quest'ultimo ha titolo ad ottenere le medesime informazioni a disposizione della società<sup>202</sup>. Viene, pertanto, affermato l'obbligo della società di consegnare anche la *NOBO list* agli azionisti che esercitano il diritto di accesso<sup>203</sup>.

### 8.2 *La proxy fight come strumento per l'acquisizione del controllo alternativo o complementare alla tender offer*

Il lancio di una *proxy fight* diretta a nominare la maggioranza degli amministratori costituisce uno strumento di acquisizione del controllo potenzialmente alternativo ad un'acquisizione attraverso un'offerta pubblica di acquisto (*tender offer*). Diverso è il tipo di controllo che è possibile conseguire in relazione all'uso dell'uno o dell'altro strumento: la sollecitazione di deleghe consente al promotore la nomina di propri amministratori, ma non permette quel controllo duraturo dell'assemblea, che, invece, discende dall'acquisizione di una partecipazione maggioritaria attraverso un'OPA. La convenienza a ricorrere ad una *proxy fight*

---

esercitare il diritto di accesso. Il procedimento è a cognizione sommaria, al fine di garantire la necessaria celerità.

<sup>202</sup> V. *Hatleigh Corp. v. Lane Bryant, Inc.*, 428 A.2d 350, 355 (Del. Ch. 1981) e *Shamrock Assoc. v. Texas Am. Energy Corp.*, 517 A.2d 658 (Del. Ch. 1986), ove si rileva che sottolinea come una statuizione contraria al principio indicato nel testo darebbe un ingiusto vantaggio alla società in una battaglia per la sollecitazione di deleghe.

<sup>203</sup> V. *Shamrock Assoc. v. Texas Am. Energy Corp.*, *supra*, nota 202 e *RB Associates of New Jersey v. The Gillette Company*, No. 9711 (Del. Ch., Mar. 22, 1988). I problemi relativi al diritto alla *privacy* degli azionisti vengono risolti richiedendo a chi esercita il diritto di accesso un impegno ad utilizzare i dati contenuti nella *NOBO list* solo per le comunicazioni relative all'emittente. Il diritto di accesso alla *NOBO list* è previsto anche per le società operanti nello stato di New York da *Sadler v. NCR Corp.*, 928 F.2d 48 (2d Cir. 1991).

piuttosto che ad una *tender offer*, ovvero a una combinazione delle due, dipende da una molteplicità di fattori, come si cercherà di mettere in luce, facendo riferimento all'applicazione che negli U.S.A. hanno avuto le due citate modalità di contesa del controllo.

Per tutta la prima metà del '900, le *proxy fights* dirette ad eleggere la maggioranza dei membri del *board* dominarono il mercato del controllo societario<sup>204</sup>. Ad una prima analisi, infatti, questo strumento appariva meno costoso per gli sfidanti in quanto consentiva loro di nominare i propri rappresentanti nel consiglio di amministrazione senza incorrere nei costi connessi con l'acquisto delle azioni.

A partire dall'inizio degli anni '60, tuttavia, si è assistito ad una graduale inversione di tendenza, che ha portato all'affermarsi delle offerte d'acquisto con corrispettivo in danaro (*cash tender offers*) come principale strumento di acquisizione del controllo<sup>205</sup>. Tale cambiamento va ricondotto innanzitutto al rilevante aumento dei costi legati al lancio di una sollecitazione di deleghe<sup>206</sup>, derivanti dall'appesantimento degli oneri informativi e procedurali previsti dalla SEC<sup>207</sup>. Il problema dei costi della sollecitazione è stato ulteriormente amplificato dalle previsioni in materia di ripartizione delle spese; su questo aspetto si tornerà a breve, merita qui anticipare che è generalmente previsto il rimborso delle spese agli

---

<sup>204</sup> V. J. POUND, *supra*, nota 5 p. 1014 e R.S. THOMAS, C.T. DIXON, *Aranow & Einhorn on Proxy Contests for Corporate Control*<sup>3</sup>, Aspen Law & Business, 2001 supp., p. 1-6 e ss.

<sup>205</sup> V. i dati riportati da D.V. AUSTIN, J.A. FISHMAN, *Corporations in Conflict. The Tender Offer*, Masters Press, 1970, secondo cui, mentre tra il 1956 e il 1960 ci furono meno di 10 *cash tender offers* all'anno, nel 1963 se ne contarono 29. J. POUND, *Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight*, 20 Journal of Financial Economics (1988), p. 237 e ss., riporta che nel periodo 1981-1985, a fronte di 40 *full control proxy fights*, vi furono 250 *cash tender offers*. V. inoltre i dati contenuti nell'ampio studio di P. DODD, J. WARNER, *On Corporate Governance: a Study of Proxy Contests*, 11 Journal of Financial Economics (1983), p. 401 e ss. La notevole crescita nel numero di *tender offers* agli inizi degli anni '60 è rilevata anche da S. BAINBRIDGE, *State Takeover and Tender Offers Regulation post-MITE. The Maryland, Ohio and Pennsylvania*, 90 Dick. L. Rev. (1986), 731 e ss., p. 735.

<sup>206</sup> V. C.F. HENDERSON, A.C. LASHER, *20 Million Careless Capitalists*, Doubleday, 1967, p. 214 e R.S. THOMAS, C.T. DIXON, *supra*, nota 204, p. 1-9 e nota 23.

<sup>207</sup> V. *supra*, par. 2 in questo capitolo.

*insurgents* solo in caso di vittoria. Tale principio aumenta considerevolmente i rischi finanziari connessi con il lancio di una sollecitazione, che, in caso di sconfitta, si traduce in una perdita netta per il promotore<sup>208</sup>.

Alcuni autori hanno inoltre posto in luce taluni elementi di strutturale debolezza delle *proxy fights*. Affinché la sollecitazione abbia successo, il promotore, deve convincere gli azionisti titolari della maggioranza delle azioni a conferirgli la delega. Secondo la teoria elaborata da Bebchuck e Hart,<sup>209</sup> tale opera di convincimento, tuttavia, sarebbe ostacolata dalla generale difficoltà da parte degli azionisti a distinguere i casi in cui gli *insurgents* siano effettivamente capaci di portare un cambiamento migliorativo nella gestione della società. Gli azionisti, infatti, potrebbero ritenere che il lancio della *proxy fight* sia motivato dalla volontà del promotore di estrarre benefici privati dal controllo così ottenuto. In tali condizioni<sup>210</sup>, concludono gli Autori citati, quegli azionisti che non investono nell'acquisizione di informazioni sul promotore della *proxy fight*, voterebbero a favore degli amministratori in carica, riducendo quindi drasticamente l'efficacia della sollecitazione di deleghe come strumento di contesa del controllo.

---

<sup>208</sup> J. ARMOUR, J.B. JACOBS, C.J. MILHAUPT, *A Comparative Analysis of Hostile Takeover Regimes in the US, UK and Japan (with Implications for Emerging Markets)*, 52 Harvard International Law Journal (2011), 221 e ss., p. 240, rilevano che, invece, nel caso di fallimento di una *tender offer*, lo scalatore può recuperare buona parte delle spese rivendendo le azioni della *target*. A mio avviso il problema è assai più complesso, in quanto occorre tenere conto delle presumibili variazioni del prezzo delle azioni stesse. Va tuttavia sottolineato che, almeno in Italia, è possibile per il promotore dell'OPA condizionare l'efficacia dell'offerta al raggiungimento di una determinata soglia partecipativa. In tal caso, negoziando opportunamente i termini del finanziamento, è possibile ridurre di molto gli oneri finanziari nell'ipotesi di insuccesso dell'offerta.

<sup>209</sup> V. L.A. BEBCHUCK, O.D. HART, *Takeover Bids Vs. Proxy Fights in Contests for Corporate Control*, ECGI - Finance Working Paper No. 04/2002; Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 336 (2001), disponibile su: <http://ssrn.com/abstract=290584> al quale si rinvia anche per la dimostrazione formale delle affermazioni riportate nel testo.

<sup>210</sup> Merita sottolineare che la teoria richiamata nel testo si basa sulla presunzione che gli sfidanti siano, in media, peggiori degli amministratori in carica. Tale presunzione, a sostegno della quale gli Autori offrono il solo argomento che "*presumably there are many bad managers in the world who would be more than happy to run a public company and capture some private benefits of control*" è quantomeno discutibile.

In tale quadro, non sorprende che, almeno fino alla fine degli anni '80, una percentuale rilevante di *proxy fights* era condotta da gruppi di azionisti guidati da ex *managers* o amministratori della società *target*, persone, cioè, in grado di dimostrare, grazie alla conoscenza specifica della realtà di riferimento, le potenzialità derivanti da un cambiamento nella gestione<sup>211</sup>.

La menzionata difficoltà di coagulare il consenso degli azionisti è ulteriormente accresciuta dai problemi di "apatia razionale" che caratterizzano questi ultimi<sup>212</sup>. I titolari di partecipazioni limitate, infatti, non hanno interesse ad accollarsi gli elevati oneri di informazione necessari per valutare le qualità e le proposte degli sfidanti e tendono, quindi, a votare pedissequamente per gli amministratori in carica, oppure a vendere la propria partecipazione<sup>213</sup>.

Non è un caso, dunque, che la sollecitazione di deleghe fosse considerata "*la più dispendiosa, la più incerta e la meno utilizzata delle tecniche*" per il trasferimento del controllo<sup>214</sup>.

Le *tender offers*, costituivano, invece un'alternativa in grado di assicurare maggiori possibilità di successo<sup>215</sup>, maggior velocità di esecuzione e un vantaggio in termini di costi-benefici derivante da una combinazione di fattori economici e regolamentari. Sotto il primo profilo, va ricordato, da un lato, che la depressione dei corsi azionari nel corso degli '70 aveva ridotto il costo medio per l'acquisto del

<sup>211</sup> Il 42% delle *proxy fights* esaminate da P. DODD, J. WARNER, *supra*, nota 205, presenta le caratteristiche indicate nel testo. Sebbene con minor evidenza, indicazioni conformi si rinvencono nei dati contenuti nello studio di H. DE ANGELO, L. DE ANGELO, *Proxy contests and the governance of publicly held corporations*, 23 *Journal of Financial Economics*, p. 29 e ss. Entrambi gli studi evidenziano come, a differenza delle *tender offer*, le *proxy fights* fossero generalmente condotte da persone fisiche.

<sup>212</sup> Cfr. *supra*, nota 9 e testo corrispondente.

<sup>213</sup> V. S.M. BAINBRIDGE, *Redirecting State Takeover Laws at Proxy Contests*, 4 *Wisconsin Law Review* (1992), 1071 e ss., p. 1079.

<sup>214</sup> Così H.G. MANNE, *Mergers*, cit. *supra*, nota 12, p. 114.

<sup>215</sup> *Id.*, p. 1083, che riporta i dati di alcuni studi relativi agli anni '80 che indicano un tasso di successo di circa il 40% per le *proxy fights* e di circa l'80% per le *tender offers*.

controllo azionario, operazione che risultava ulteriormente agevolata dalla contestuale disponibilità di rilevanti risorse finanziarie per i potenziali scalatori, raccolte attraverso l'emissione di obbligazioni subordinate (c.d. *junk bond*)<sup>216</sup>.

Per quanto attiene al quadro regolamentare, assumeva un ruolo rilevante la totale assenza di una disciplina in materia di offerte pubbliche d'acquisto, introdotta solo nel 1968 con il Williams Act. In un quadro di ampia *deregulation*, infatti, le *tender offers* erano strutturate in modo da determinare negli azionisti della *target* una forte pressione ad aderire all'offerta<sup>217</sup>, consentendo, quindi, allo scalatore di ridurre il premio offerto rispetto ai prezzi di mercato.

L'approvazione del Williams Act, peraltro, non ha risolto il problema della struttura "*coercitiva*" delle *tender offers*, questione di cui si è fatta carico la giurisprudenza del Delaware a partire dalla seconda metà degli anni '80<sup>218</sup>. In

---

<sup>216</sup> Gli elementi citati nel testo sono evidenziati da J. ARMOUR, J.B. JACOBS, C.J. MILHAUPT, *supra*, nota 208, p. 240.

<sup>217</sup> Le offerte d'acquisto venivano, infatti, promosse senza alcun preavviso, con un periodo d'offerta molto limitato e seguivano uno schema cd. *two-tier front-end loaded*. Questa struttura prevede che l'offerente (*bidder*) effettui un'offerta *cash* per circa il 50% delle azioni della società *target* e, acquisita la maggioranza, completi l'acquisizione attraverso uno *squeeze out merger* attraverso il quale acquista "*forzatamente*" le azioni degli azionisti di minoranza ad un corrispettivo, spesso costituito da titoli, inferiore al prezzo dell'offerta. È evidente che il rischio di essere liquidati attraverso lo *squeeze out merger* induce gli azionisti della *target* ad aderire all'offerta anche se non ritengono adeguato il prezzo. In proposito, v. A. TUCCI, *supra*, nota 74, p. 106 e gli Autori ivi citati alla nota 112.

<sup>218</sup> Come è intuibile, le contrapposte teorie presentate alla corte dalle parti del giudizio risentivano profondamente dagli interessi rappresentati e scatenarono un acceso e duraturo dibattito negli Stati Uniti; da un lato, i legali degli azionisti, con molti accademici dalla loro, sostenevano che spettasse in ultima istanza ai soci la decisione in merito all'esito di un'OPA ostile, mentre al consiglio di amministrazione della *target* residuava un ruolo esclusivamente passivo rispetto all'offerta. Al contrario, i sostenitori della teoria di difesa dall'OPA ostile ritenevano che le valutazioni proprie del *board* applicabili a qualsivoglia proposta di acquisizione andassero effettuate anche nei casi di OPA ostile, e che la *business judgment rule* suggerisse di affidare al consiglio di amministrazione il potere di elaborare eventuali meccanismi di difesa da attuarsi per contrastare l'OPA. A sostegno della passività del *board* si vedano, fra gli altri, F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 Harv. L. Rev. (1981), p. 1161 e ss.; L. BEBCHUK, *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*, 95 Harv. L. Rev. (1982), p. 1028 e ss. Favorevoli, invece, alla discrezionalità del consiglio nell'elaborazione delle tattiche difensive, M. LIPTON, *Takeover Bid's in the Target's Boardroom: A Response to Professors Easterbrook and Fischel*, 55 N.Y.U. L. Rev. (1980), p. 1231 e ss.; L. HERZEL ET AL., *Why Corporate Directors Have a Right to Resist*

proposito, le note sentenze *Unocal*<sup>219</sup> e *Moran*<sup>220</sup> rappresentano un ulteriore punto di svolta ai fini della presente analisi. Nel caso *Unocal*, infatti, venne riconosciuta la possibilità e per gli amministratori in carica di adottare misure difensive a fronte di una *tender offer* ostile, a condizione che gli stessi dimostrassero di aver agito nella ragionevole convinzione di dover proteggere la società e gli azionisti dal pericolo di un danno e di aver adottato misure proporzionate rispetto alla minaccia costituita dall'offerta<sup>221</sup>. In *Moran*, la Corte ha affermato per la prima volta la legittimità di uno *shareholder rights plan* quale meccanismo preventivo di difesa da una futura offerta ostile<sup>222</sup>.

*Tender Offers*, 3 Corp. L. Rev. 107 (1980). Sul punto v. anche S. BAINBRIDGE, *Director Primacy in Corporate Takeovers: Preliminary Reflections*, 55 Stan. L. Rev. (2002) p. 791 e ss.

<sup>219</sup> *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

<sup>220</sup> *Moran v. Household Intern., Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985). In proposito, v. N.S. NEWMAN, *Delaware Serves Shareholders the "Poison Pill": Moran v. Household International, Inc.*, 27 Boston College Law Review (1986), p. 641 e ss.

<sup>221</sup> In *Unocal*, la Delaware Supreme Court ha ritenuto che l'inadeguatezza del corrispettivo offerto e la struttura *two-tier* dell'offerta costituissero una minaccia per la *target* e che la decisione degli amministratori di indurre la società a promuovere un'offerta sulle proprie azioni, escludendo il *bidder*, fosse una misura di difesa proporzionata. Esula dall'ambito del presente lavoro un'analisi della giurisprudenza del Delaware sulle misure difensive. Merita, tuttavia, sottolineare l'importanza della sentenza *Unocal* con la quale la Corte ha riconosciuto che, entro i limiti indicati nel testo, spetta agli amministratori della società *target* una valutazione circa la vantaggiosità dell'offerta. L'*intermediate test* stabilito in *Unocal* per valutare il comportamento degli amministratori è stato oggetto di successiva rielaborazione e definizione da parte della giurisprudenza; v., per tutti, l'ampia ricostruzione fatta dal giudice Chandler in *Air Products and Chemicals Inc. v. Airgas, Inc.*, et al., C.A. No. 5249-CC (Del. Ch. Feb. 15, 2011). Per un'analisi in chiave critica, v. R.J. GILSON, *Unocal Fifteen Years Later (and What We Can Do About It)*, 26 Del. J. Corp. L. (2001), p. 491 e ss. e M.J. LOEWENSTEIN, *Unocal Revisited: No Tiger in the Tank*, 27 J. Corp. L. (2001), p. 1 e ss. In linea con la propria teoria sulla *director primacy* (v. *supra*, cap. I, par. 4), S.M. BAINBRIDGE, *Unocal at 20: Director Primacy in Corporate Takeovers*. 31 Del. J. Corp. L. (2006), p. 769 e ss., esprime, invece, una valutazione positiva dei principi stabiliti dalla giurisprudenza citata.

<sup>222</sup> Lo *shareholders rights plan* (in gergo finanziario, *poison pill*) è generalmente strutturato nella forma di un dividendo pagato agli azionisti attraverso l'attribuzione di diritti a sottoscrivere azioni (*authorized and non-issued stock*), il cui esercizio è subordinato ad alcune condizioni, quali, ad es. l'acquisto da parte di un soggetto di una partecipazione qualificata. Al verificarsi del *triggering event*, tutti gli azionisti, escluso lo "scalatore" hanno la possibilità di sottoscrivere azioni ad un prezzo molto scontato; ciò comporta una diluizione della partecipazione dello scalatore tale da precludere l'ottenimento del controllo della società. V. M. GATTI, *Opa e struttura del mercato*, Giuffrè, 2004, p. 88, nota 113 ove ulteriori riferimenti.

La diffusione di efficaci misure antiscalata che ha fatto seguito alle sentenze citate ha limitato l'efficacia delle offerte ostili e ha determinato un ritorno delle *proxy fights* nel mercato del controllo societario<sup>223</sup>. Di fronte all'ostacolo posto dall'esistenza di una *poison pill*, infatti, un potenziale scalatore ha come unica possibilità il lancio di una *proxy fight* diretta a conquistare il controllo del *board*, per poi rimuovere la stessa *poison pill*. In questa ipotesi, l'eventuale successo della sollecitazione di deleghe costituisce di fatto un'approvazione dell'offerta di acquisto da parte degli azionisti della *target*. L'effetto della richiamata giurisprudenza è stato, dunque, di imporre una procedura che contempli la consultazione degli azionisti anche nelle ipotesi di passaggio del controllo azionario effettuate attraverso una *tender offer*, fattispecie che, in precedenza, erano affidate al semplice meccanismo di mercato.

La preferenza per un sistema di trasferimento del controllo che passi per una *corporate election* emerge anche dal caso *Unitrin*, in cui la Corte, nel chiarire lo *standard* di proporzionalità delle misure di difesa stabilito da *Unocal*, ha legittimato il mantenimento di una *poison pill* nell'ipotesi in cui sia teoricamente possibile per il *bidder* effettuare una *proxy fight* diretta a rimuovere gli amministratori. Nella prospettiva dei potenziali scalatori, tale statuizione indica chiaramente che l'unica via per ottenere il controllo tramite una *tender offer* passa per il preventivo lancio di una *proxy fight*<sup>224</sup>.

---

<sup>223</sup> Per un'analisi dei dati v. J.H MULHERIN, A.B. POULSEN, *Proxy Contests and Corporate Implications for Shareholder Wealth*, 47 *Journal of Financial Economics* (1998), p. 279 e ss.

<sup>224</sup> V. R.J., GILSON, A. SCHWARTZ, *Sales and Elections as Methods for Transferring Corporate Control*, 2 *Theoretical Inquiries in Law* (2001), p. 783 e ss., i quali, tuttavia, criticano l'impostazione assunta dalla giurisprudenza citata, ritenendo preferibile che il cambio del controllo si basi su operazioni di mercato (v. *infra* nel testo).

Gli sviluppi giurisprudenziali ora esaminati e la contestuale diffusione, in molti Stati, di leggi "antiscalata"<sup>225</sup>, hanno determinato, a partire dalla seconda metà degli anni '80, una significativa modifica delle strategie di acquisizione non negoziata del controllo. La tecnica comunemente usata consiste nella combinazione di una *proxy fight*, volta a sostituire gli amministratori per rimuovere le misure difensive in essere, combinata con una *tender offer*<sup>226</sup>.

È interessante notare come la giurisprudenza supra richiamata, se da un lato rafforza il potere difensivo degli amministratori, legittimando pratiche di auto-perpetuazione del *board* che acuiscono i problemi di *agency* nei confronti degli azionisti, dall'altro recupera il valore del voto degli stessi azionisti come elemento decisivo nel meccanismo di cambio del controllo.

L'efficienza di tale impostazione è stata oggetto di analisi teoriche con conclusioni discordanti. Secondo il modello elaborato da Gilson e Shwartz, sarebbe preferibile affidare il cambio del controllo ad un meccanismo di mercato<sup>227</sup>. Una delle condizioni fondamentali su cui tale modello si basa, che tuttavia gli Autori considerano presunta, è che il *management* e il gruppo ad esso collegato hanno un maggior interesse a votare ed è quindi più probabile che esprimano il proprio voto, influenzando in senso negativo l'esito della *proxy fight* e bloccando così anche acquisizioni potenzialmente vantaggiose.

---

<sup>225</sup> Sui c.d. *State Antitakeover Statutes*, v. R. KRAAKMAN, G. SUBRAMANIAN, W.T. ALLEN, *Commentaries and cases on the law of business organization*<sup>3</sup>, Aspen Publishers, 2009, p. 588 e ss. Secondo S.M. BAINBRIDGE, *supra*, nota 213, p. 1085, un terzo fattore che ha contribuito a ridurre la vantaggiosità delle offerte ostili nei primi anni '90 è stata la stretta creditizia caratteristica di quel periodo, che ha reso più difficile il ricorso alla leva finanziaria per le acquisizioni.

<sup>226</sup> V. J. ARMOUR, J.B. JACOBS, C.J. MILHAUPT, *supra*, nota 208, p. 247. J.H. MULHERIN, A.B. POULSEN, *supra*, nota 223, p. 290, riportano che, nel periodo 1979-1983, le *proxy fights* erano accompagnate da una *tender offer* nel 29% dei casi, percentuale che sale al 52% nel periodo 1984-1989.

<sup>227</sup> V. R.J., GILSON, A. SCHWARTZ, *supra*, nota 224.

Il citato studio condotto da Bebchuk e Hart, invece, mostra che tanto le *proxy fights* quanto le *tender offers* presentano delle distorsioni, che sarebbero ridotte combinando i due strumenti<sup>228</sup>.

### 9. **Il *proxy voting* come strumento di manifestazione del dissenso da parte degli azionisti. Le *shareholder proposal***

La sollecitazione di deleghe si presta, oltre che ad un uso "ostile" come tecnica di acquisizione del controllo, ad un uso maggiormente costruttivo, volto alla composizione di conflitti caratterizzati da un minor grado di radicalità, nei quali gli azionisti hanno interesse, non tanto a promuovere una sostituzione integrale degli amministratori, quanto piuttosto a introdurre graduali modifiche nella gestione e nella *governance* societaria<sup>229</sup>.

In tale prospettiva l'intera disciplina del *proxy voting* svolge una funzione fondamentale nell'assicurare le forme di concreta partecipazione degli azionisti alla dialettica sociale. Un primo, fondamentale strumento di *voice* a disposizione degli azionisti è costituito dalle c.d. *shareholder proposals*, la cui disciplina, piuttosto articolata e oggetto di costante rielaborazione da parte della giurisprudenza e della SEC, merita qualche cenno.

La Rule 14a-8 prevede la possibilità per gli azionisti di far inserire le proprie proposte nel *proxy statement* predisposto e distribuito dalla società. La norma citata riconduce, almeno in parte, all'autonomia degli azionisti il processo di formazione della volontà sociale che altrimenti si ridurrebbe a mera ratifica delle proposte degli amministratori. Il diritto di formulare integrazioni all'ordine del giorno assembleare è

---

<sup>228</sup> V. L.A. BEBCHUCK, O.D. HART, *supra*, nota 209 e testo corrispondente. Un'ulteriore ricerca sottopone a revisione critica gli studi citati nel testo: P.H. EDELMAN, R.S. THOMAS, *Corporate Voting and the Takeover Debate*, 58 Vand. L. Rev. (2005), p. 454 e ss.

<sup>229</sup> V. A. TUCCI, *supra*, nota 135, p. 395.

conosciuto in molte giurisdizioni<sup>230</sup>; esso, tuttavia, è divenuto uno strumento di dialettica societaria particolarmente efficace negli Stati Uniti proprio in virtù della complessiva disciplina del voto per delega. Infatti, accedendo al *proxy statement* della società, gli azionisti possono raggiungere in maniera capillare tutti i soci, giovandosi del sistema di distribuzione delle informazioni e di raccolta delle deleghe descritto in precedenza. Attraverso il meccanismo delle *shareholder proposals*, pertanto, è possibile per gli azionisti coagulare il consenso sulle proprie proposte, senza incorrere nei costi e nelle difficoltà procedurali legati al lancio di un'autonoma sollecitazione di deleghe.

Che lo strumento in esame possa costituire una vantaggiosa alternativa alla *proxy fight*, è confermato dal fatto che la proposta può essere accompagnata da una breve relazione con la quale si invitano gli azionisti a votare a favore della proposta stessa (c.d. *supportive statement*)<sup>231</sup>. L'esercizio del diritto previsto dalla Rule 14a-8, peraltro, è soggetto a una serie di condizioni e limiti che non si applicano, invece, alla sollecitazione di deleghe. Oltre ai requisiti soggettivi previsti per il proponente<sup>232</sup>, volti ad evitare la presentazione di proposte da parte dei "disturbatori", la disciplina

---

<sup>230</sup> Nell'ordinamento italiano, v. l'art. 126-*bis* del TUF, che stabilisce il diritto dei soci rappresentanti almeno 1/40 del capitale sociale di richiedere l'integrazione dell'ordine del giorno, mediante invio di una domanda scritta entro 10 giorni dalla pubblicazione dell'avviso di convocazione (o 5 giorni per le assemblee convocate *ex artt.* 2446, 2447, 2487 c.c. o *ex art.* 104 TUF). A livello comunitario, v. l'art. 6 della direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti.

<sup>231</sup> Cfr. Rule 14a-8(d). La proposta e il *supportive statement* devono essere contenute entro il limite complessivo di 500 parole. Ovviamente, la società ha la possibilità di indicare le ragioni per le quali non ritiene opportuno adottare la deliberazione proposta dall'azionista; tale *opposition statement*, peraltro, non è soggetto ad alcun limite di lunghezza.

<sup>232</sup> Cfr. Rule 14a-8(b)(1) che prevede che il proponente deve aver detenuto continuativamente, per almeno un anno precedente la data in cui la proposta è inviata, azioni pari all'1% del capitale dell'emittente o aventi un valore di mercato di almeno 2.000 dollari. Tali azioni devono essere detenute fino alla data dell'assemblea.

in esame contempla, infatti, una serie di circostanze che legittimano la società ad escludere dal proprio *proxy statement* le proposte formulate dagli azionisti<sup>233</sup>.

L'esame della giurisprudenza della SEC e delle Corti che si è formata negli anni in merito alle principali clausole di esclusione mette a nudo la tensione esistente fra la sovranità degli azionisti e il principio di autonomia degli amministratori nella gestione della società. La Rule 14a-8(i)(1) consente alla società di escludere le proposte che non rientrano nella competenza dell'assemblea, secondo le leggi statali alle quali è soggetta la società. La SEC ha precisato che nel valutare l'ammissibilità di una proposta ai sensi della richiamata norma, occorre tenere conto del suo grado di incisività, stabilendo una presunzione favorevole nel caso in cui la proposta sia formulata in termini di mera raccomandazione al consiglio di amministrazione (cd. *precatory proposal*)<sup>234</sup>.

Il cennato conflitto di competenza fra azionisti e amministratori emerge con riferimento alle proposte che contengono una direttiva vincolante per gli amministratori (c.d. *binding proposals*). Tali proposte, avanzate dagli investitori istituzionali soprattutto al fine di limitare la valenza difensiva delle *poison pills*<sup>235</sup>, sono generalmente formulate in termini di modifica statutaria, in virtù del par. 109(b) DGCL, che conferisce agli azionisti il potere di adottare e modificare lo statuto,

---

<sup>233</sup> Per un esame delle cause di esclusione, v. K.D. GUMBS, E.A. ISING *The shareholder proposal process in Goodman, Olson, Fontenot (Eds.), SEC proxy and compensation rules*<sup>5</sup>, Aspen Publishers, 2010; A.R. PALMITER, *The Shareholder Proposal Rule: A Failed Experiment in Merit Regulation*, 45 Ala. L. Rev. (1994), 879 e ss., p. 890–92.

<sup>234</sup> Cfr. Rule 14a-8(i)(1). In conseguenza di tale orientamento, la stragrande maggioranza delle proposte degli azionisti (il 98% nel 2007, secondo INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES Report 2007, citato da D. LEVIT, N. MALENKO, *Non-Binding Voting for Shareholder Proposals*, 66 The Journal of Finance (2011), p. 1569 e ss., nota 1) sono strutturate in forma di *precatory proposal* e, pertanto, anche se approvate, non sono formalmente vincolanti per la società. Y. ERTIMUR, F. FERRI, S.R. STUBBEN, *Board of directors' responsiveness to shareholders: Evidence from shareholder proposals*, 16 Journal of Corporate Finance (2010), p. 53 e ss., riportano che solo il 30% delle proposte formulate dagli azionisti e approvate dall'assemblea vengono effettivamente attuate entro un anno.

<sup>235</sup> In proposito, v. A. TUCCI, *supra*, nota 74, p. 161 e ss. ove, alla nota 234, sono riportati anche alcuni esempi.

regolando per tale via ogni aspetto della gestione e della *governance* sociale, con l'unico limite dell'osservanza della legge e dell'atto costitutivo. L'ampiezza di tale previsione pone un evidente problema di coordinamento con il par. 141(a) del DGCL, che stabilisce il principio per cui la gestione della società è affidata agli amministratori, salvo quanto eventualmente disposto nel medesimo titolo o nell'atto costitutivo<sup>236</sup>, lasciando aperta la questione di quale sia l'ambito di intervento consentito agli azionisti in merito alla gestione della società<sup>237</sup>.

L'armonizzazione delle due norme richiamate rappresenta uno degli aspetti più controversi del diritto societario del Delaware<sup>238</sup>. A fronte di tale incertezza, la SEC, salve alcune eccezioni, ha generalmente evitato di prendere posizione sulla legittimità dell'esclusione delle *binding proposals*, lasciando tale compito alla giurisprudenza.

Una recente sentenza della Supreme Court del Delaware (*CA Inc. v. AFSCME Employees Pension Plan*) ha affrontato *ex professo* la materia, fornendo alcune indicazioni in proposito. La Corte ha distinto fra le proposte che impongono una specifica decisione agli amministratori e quelle che, invece, si limitano a prevedere un procedimento decisionale generale che gli amministratori devono seguire su talune questioni, reputando legittime solo le seconde. Nel caso di specie, pertanto, la Corte ha ritenuto che rientrasse nella competenza assembleare una modifica

---

<sup>236</sup> Cfr. DGCL par. 141(a): "*The business and affairs of every corporation organized under this chapter shall be managed by or under the direction of a board of directors, except as may be otherwise provided in this chapter or in its certificate of incorporation*". Si noti che fra le disposizioni "*contenute nel presente titolo*" rientra anche il par. 109(b); si determina quindi un problema interpretativo in merito alla portata del rinvio, dovendosi chiarire quale delle due disposizioni prevalga sull'altra. V. J.N. GORDON, '*Just Say Never? Poison Pills, Deadhand Pills, and Shareholder-Adopted Bylaws: An Essay for Warren Buffett*', 19 *Cardozo L. Rev.* (1997), 511 e ss., p. 546.

<sup>237</sup> Così *CA, Inc. v. AFSCME Employees Pension Plan*, 953 A.2d 227 (Del. 2008): "*The question left unanswered is what is the scope of shareholder action that Section 109(b) permits yet does not improperly intrude upon the directors' power to manage corporation's business and affairs under Section 141(a)*".

<sup>238</sup> Per una ricostruzione dei termini del dibattito, v. C.M. BRUNER, *Shareholder Bylaws and the Delaware Corporation*, 11 *Tenn. J. Bus. L.* (2009), p. 67 e ss., ove ampie indicazioni bibliografiche.

statutaria volta ad introdurre taluni criteri per il rimborso agli azionisti delle spese da questi sostenute per le sollecitazioni di deleghe. Lungi dall'aprire le porte ad uso indiscriminato delle *binding proposals*, *CA v. AFSCME* costituisce un ulteriore tentativo di ricercare un difficile punto di equilibrio tra la competenza dell'assemblea e quella degli amministratori<sup>239</sup>. Nella stessa sentenza, infatti, la Corte ha ritenuto che la menzionata proposta potesse essere esclusa perchè, se attuata, avrebbe violato il diritto societario del Delaware, in quanto non lasciava sufficiente discrezionalità agli amministratori nello stabilire le ipotesi in cui il rimborso delle spese sarebbe stato contrario ai loro doveri fiduciari.

#### **10. L'esclusione delle *shareholder proposal* relative alla nomina degli amministratori e l'uso della sollecitazione di deleghe come strumento di attivismo societario**

Un'altra rilevante ipotesi di esclusione preclude l'inserimento nel *proxy statement* dell'emittente delle proposte concernenti l'elezione degli amministratori e il relativo procedimento<sup>240</sup>. I confini assai ampi e incerti di tale fattispecie sono stati definiti, almeno in parte, dagli interventi della SEC. La Commissione, infatti, ha chiarito che non rientrano nella fattispecie in discorso le proposte relative, ad esempio, alla frequenza delle elezioni degli amministratori, alla divisione di ruoli fra presidente e amministratore delegato, alle procedure di voto e di nomina dei membri

---

<sup>239</sup> La Corte ha ritenuto che la proposta relativa al rimborso delle spese per la sollecitazione fosse riconducibile al processo di elezione degli amministratori. M.F. SULLIVAN, *Shareholder Bylaw Proposals, Delaware Certification, and the SEC After CA, Inc. v. AFSCME Employees Pension Plan*, 87 U. Det. Mercy L. Rev. (2010), p. 193 e ss. sottolinea che tale circostanza qualifica e limita il principio stabilito dalla Corte in merito alla legittimità delle proposte di carattere procedurale. Infatti, l'Autore ritiene che le proposte di natura gestoria, non collegate alla nomina degli amministratori (ad es. relative alla rimozione di misure di difesa dai *takeover*), sarebbero in ogni caso escludibili, in quanto estranee alla competenza assembleare, anche alla luce dei principi di *CA, Inc. v. AFSCME Employees Pension Plan*.

<sup>240</sup> Cfr. Rule 14a-8(1)(8) "[I]f the proposal relates to a nomination or an election for membership on the company's board of directors or analogous governing body or a procedure for such nomination or election". Come si vedrà nel paragrafo 11, tale norma è stata modificata, con efficacia nel 2012.

del *board*, nonché quelle dirette a costituire un comitato degli azionisti incaricato di valutare il rendimento degli amministratori<sup>241</sup>.

Secondo la stessa SEC, lo scopo principale della norma in esame è chiarire che le campagne per l'elezione di amministratori diversi da quelli proposti dalla società non devono essere condotte attraverso le *shareholder proposal*, bensì facendo ricorso al diverso strumento della sollecitazione di deleghe<sup>242</sup>. La *ratio* di tale discussa previsione poggia su un'esigenza di tutela degli investitori. Come si è visto, infatti, la promozione di un'autonoma sollecitazione di deleghe impone al committente una serie di obblighi informativi<sup>243</sup>, che sarebbero, invece, aggirati nel caso in cui si consentisse, sulla base della disciplina delle *shareholder proposals*, l'inserimento dei candidati proposti dal committente nel *proxy statement* distribuito dalla società<sup>244</sup>.

Nell'ambito del descritto quadro normativo, pertanto, la promozione di una sollecitazione di deleghe è l'unico strumento a disposizione degli azionisti per l'elezione di propri rappresentanti in seno al consiglio. Oltre al rilevante incremento dei costi per il committente, il ricorso a tale *short slate contest* pone alcuni problemi derivanti dall'interrelazione fra le norme statali sull'efficacia della delega e la Rule 14a-4(d). Le prime, infatti, prevedono che la delega rilasciata per ultima revochi quella precedente; pertanto, gli azionisti sono costretti a scegliere se votare per i candidati proposti dalla società (pari al numero dei posti in consiglio) oppure per quelli proposti da chi effettua la sollecitazione (inferiori alla maggioranza dei posti)<sup>245</sup>. Per ovviare a tale inconveniente, la SEC ha modificato una prima volta la

---

<sup>241</sup> Gli esempi richiamati nel testo sono riportati da K.D. GUMBS, E.A. ISING, *supra*, nota 233, par. 12.07, a cui si rinvia anche per ulteriori riferimenti ai provvedimenti della SEC.

<sup>242</sup> V. SEC, Release No. 34-12598, 7 luglio, 1976.

<sup>243</sup> Le informazioni da fornire agli investitori sono particolarmente ampie e dettagliate nel caso in cui la sollecitazione abbia ad oggetto la nomina di uno o più amministratori. Cfr. Item 7 del Modello 14A.

<sup>244</sup> V. SEC, Release No. 34-56914, 6 dicembre 2007.

<sup>245</sup> Non è possibile, se non intervenendo personalmente in assemblea, effettuare il c.d. *split vote*, cioè combinare alcuni dei nominativi proposti dalla società con quelli indicati dal proponente la *short slate*

Rule 14a-4(d) nel 1992, consentendo al proponente di aggiungere ai propri candidati alcuni dei nominativi proposti dalla società, formando così una lista "completa". Successivamente, la SEC ha permesso anche di completare una lista con i candidati proposti da un altro azionista<sup>246</sup>.

Le citate difficoltà non hanno impedito l'ampio ricorso alle *short slate contest* da parte degli investitori istituzionali. Negli ultimi anni, infatti, la maggioranza delle sollecitazioni di deleghe promosse ha avuto ad oggetto l'elezione di una componente minoritaria del consiglio di amministrazione<sup>247</sup>. In tale quadro, quindi, la sollecitazione di deleghe, oltre che come strumento idoneo a perseguire un cambio radicale nel controllo della società, assume un importante ruolo quale strumento di dialettica societaria fra azionisti e amministratori in ipotesi in cui non è posta in discussione la continuità gestionale, ma gli azionisti richiedono specifiche modifiche nella gestione o nella *governance*, ovvero ricercano un maggior controllo sugli amministratori.

Il risultato immediato di una *short slate contest*, in caso di successo, è di consentire all'azionista promotore l'elezione di propri rappresentanti nel *board*, e

*contest*. V. R.J. GROSSMAN, J. RUSSEL DENTON, *Never Mind Equal Access: Just Let Shareholders 'Split Their Ticket'*, 13:1 The M&A lawyer (2009), p. 28 e ss.

<sup>246</sup> Nel 2009, infatti, due azionisti attivisti lanciarono una *short slate contest*, proponendo ciascuno 5 candidati per il *board* di Amylin Pharmaceuticals, composto da 12 membri. La SEC consentì a ciascun proponente di sollecitare le deleghe per votare anche i candidati dell'altro, v. L.L. GREEN, A.N. GOLDBERT, *supra*, nota 160, p. 9-29, i quali riportano che la SEC ha posticipato l'adozione di una modifica regolamentare che formalizzasse l'approccio descritto, in attesa di completare l'*iter* normativo relativo al *proxy access*, sul quale v. *infra*, par. 11 in questo capitolo. Occorre sottolineare che gli azionisti deleganti conservano in ogni caso la possibilità di esprimere il proprio voto contrario per ciascun candidato indicato nella lista, con un sistema di preferenza individuale (cfr. Rule 14a-4(b)(2)).

<sup>247</sup> Il 72% delle 116 *proxy contests* condotte nel 2009 era diretto ad eleggere una minoranza del *board*. Nel 2007 e 2008, tale percentuale era pari al 67%. (v. SHARK REPELLENT, *Proxy Fight Trend Analysis 2007-2009*, citato da S.A. ROSENBLUM, *The shareholder communication proxy rules and their practical effect on shareholder activism and proxy contests*, in Goodman, Olson, Fontenot (Eds.), *SEC proxy and compensation rules*<sup>5</sup>, Aspen Publishers, 2010, p. 10-29). In precedenza, nel periodo 1956-1994, le *short slate contest* rappresentavano, invece, circa un terzo del totale (v. i dati riportati da P. SZILAGYI, *Proxy contests*, in Baker, Anderson (Eds.), *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, John Wiley and sons, 2010 p. 503-504, che sintetizza i risultati di una decina di studi empirici condotti a partire dagli anni '60).

l'attuazione, per tale via, di una strategia di monitoraggio diretto sul *management*. In diversi casi, tuttavia, la sollecitazione viene revocata prima dell'assemblea, in esito a un negoziato con gli amministratori in carica attraverso il quale l'azionista promotore generalmente ottiene il risultato richiesto, oppure una rappresentanza nel *board*. La minaccia stessa di condurre con successo una *proxy solicitation*, fornisce agli azionisti, in particolare agli investitori istituzionali, un'utile leva negoziale che dischiude le possibilità di una "trattativa" con gli amministratori, volta a indurre mutamenti nella *governance* societaria attraverso una procedura dialettica, piuttosto che ricorrere a strumenti "di rottura"<sup>248</sup>.

#### **11. I costi delle *proxy fights* e i recenti sviluppi in tema di *e-proxy* e *proxy access* (cenni)**

Il costo di una *proxy contest* può raggiungere un ammontare assai elevato per gli *insurgent*<sup>249</sup>. Oltre alle spese dirette relative alla predisposizione dei *proxy materials*, al loro invio agli azionisti e alla raccolta ed elaborazione dei *proxy forms* compilati, vanno infatti considerati gli oneri derivanti dalle campagne informative a supporto della sollecitazione, che prevedono l'invio di ulteriore documentazione ai soggetti sollecitati e contatti diretti con gli azionisti, nonché i costi c.d. di *litigation*,

---

<sup>248</sup> La negoziazione fra azionisti e amministratori costituisce un'importante forma di *shareholder activism*, la cui analisi esula dall'ambito del presente lavoro. In proposito si rinvia, senza pretesa di completezza, a J.W. JOCKEY, *On the Role and Regulation of Private Negotiations in Governance*, South Carolina L. Rev. (2009), p. 171 e ss. e W. CARLETON, J. NELSON, M. WEISBACH, *The influence of institutions on corporate governance through private negotiations: evidence from TIAA-CREF*, 53 Journal of Finance (1998), p. 1335 e ss.

<sup>249</sup> Nel 2009 tale costo variava da un minimo di 30.000 ad un massimo di 9 milioni di dollari. V. M. KAHAN, E.B ROCK, *The Insignificance of Proxy Access*, 97 Va. L. Rev. (2011), 1347 e ss., tab. 1. La *proxy fight* più costosa in assoluto, relativa alla (fallita) approvazione della fusione fra Hewlett-Packard e Compaq nel 2002, comportò spese complessive, per HP e i soci che si opponevano alla fusione, pari a oltre 100 milioni di dollari.

legati alle non infrequenti azioni risarcitorie intentate contro il promotore della sollecitazione<sup>250</sup>.

Un primo intervento della SEC volto a limitare, almeno in parte, le spese citate, è consistito nella introduzione delle c.d. *e-proxy rules*<sup>251</sup>. Elemento centrale di tale disposizione è l'obbligo dell'emittente di pubblicare i *proxy materials* su un sito internet. In tal modo chi promuove la sollecitazione, sia esso l'emittente stesso o un terzo, può avvalersi di due opzioni per l'invio dei materiali: la prima è costituita dal tradizionale invio cartaceo; la seconda, invece, prevede la trasmissione via posta solo di un avviso con il quale si informa il destinatario della disponibilità dei materiali online. All'azionista è poi sempre data la possibilità di richiedere una copia cartacea.

Secondo la SEC, tale modalità di trasmissione dei documenti avrebbe dovuto portare un significativo contenimento dei costi connessi con la stampa e l'invio della documentazione, facilitando le comunicazioni con gli azionisti. In proposito, va sottolineato che, mentre le spese della sollecitazione promossa dagli amministratori *incumbents* sono a carico della società<sup>252</sup>, gli *insurgents* vengono generalmente rimborsati solo in caso di successo. Questo sistema disincentiva, in particolare, il lancio di *short slate proxy contests*, con le quali, come detto, non si punta a contendere il controllo della società. In tale quadro, la menzionata riduzione degli oneri avrebbe dovuto agevolare soprattutto l'iniziativa degli investitori attivisti.

Quest'ultima previsione, tuttavia, non si è verificata nella prima fase di attuazione della disciplina, nella quale, pur in presenza di una effettiva riduzione delle

---

<sup>250</sup> Per un esame dei costi connessi con una *proxy solicitation*, v. M. KAHAN, E.B ROCK, *supra*, nota, 249, p. 1384 e ss.

<sup>251</sup> La relativa disciplina è contenuta essenzialmente nella Rule 14a-16. Per una descrizione, V. SEC, Release No. 34-56135 (*Shareholder choice regarding proxy materials*), 26 luglio 2007 e K.D. GUMBS, A. BRADY, *E-Proxy, electronic communications and voting*, in Goodman, Olson, Fontenot (Eds.), *SEC proxy and compensation rules*<sup>5</sup>, Aspen Publishers, 2010.

<sup>252</sup> Ciò è diretta conseguenza del fatto che, come visto *supra* al par. 1 di questo capitolo, la *proxy solicitation* è innanzitutto un meccanismo (obbligatorio) volto a garantire il funzionamento dell'assemblea.

spese legate alla gestione documentale della procedura di sollecitazione, non si è registrato un apprezzabile aumento delle *proxy contests*, a dimostrazione del fatto che i costi rilevanti delle sollecitazioni sono soprattutto quelli relativi all'assistenza legale per la redazione dei documenti, nonché quelli derivanti dai rischi risarcitori<sup>253</sup>.

È opportuno, infine, fare menzione del secondo approccio adottato dalla SEC al fine di agevolare l'attivismo societario; esso si muove sul diverso piano delle *shareholder proposals*, ed è destinato a mutare sensibilmente il quadro descritto nel paragrafo precedente.

Nel 2010, dopo una lunga procedura di consultazione pubblica, la SEC ha infatti deciso di avvalersi della facoltà prevista dalla Section 971 del Dodd-Frank Act e di consentire agli azionisti, a determinate condizioni, di inserire una propria lista di amministratori nei proxy materials distribuiti dalla società (c.d. *proxy access*).

L'intervento regolamentare della SEC si è svolto su un duplice fronte. Da un lato è stata introdotta una disciplina prescrittiva (Rule 14a-11), che impone a tutte le società di assicurare il *proxy access* ad azionisti qualificati, a determinate condizioni. Dall'altro lato è stata modificata la Rule 14a-8(1)(8)<sup>254</sup>, in modo tale da consentire agli azionisti di proporre e votare modifiche ai *bylaws* volte ad introdurre un sistema di *proxy access* che chiameremmo statutario.

Benché la nuova disciplina contenesse una serie di limitazioni relative soprattutto al numero di candidati che potevano essere inseriti nella lista degli azionisti, la sua introduzione ha alimentato un ampio dibattito in dottrina<sup>255</sup> e ha

---

<sup>253</sup> Per un'analisi della prima fase di attuazione della disciplina, sia consentito rinviare a F. SACCONI, *E-Proxy Reform, Activism and the Decline in Retail Shareholder Voting*, The Conference Board Director Notes, dicembre 2010, disponibile su: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>254</sup> V. *supra*, nota 240.

<sup>255</sup> V. gli interventi raccolti in L.A. BEBCHUK, S. HIRST (Eds.), *The Harvard Law School Proxy Access Roundtable* (January 1, 2010). Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 661, disponibile su: [ssrn.com](http://ssrn.com). Da parte di alcuni si è dubitato del fatto che la riforma descritta nel testo potesse avere rilevanti effetti pratici. V. M. KAHAN, E.B. ROCK, *supra*, nota 249.

ottenuto la ferma opposizione delle organizzazioni rappresentative delle società (*Chamber of Commerce* e *Business Roundtable*), che hanno vittoriosamente contestato la legittimità delle nuove norme ottenendo l'annullamento della Rule 14a-11<sup>256</sup>.

---

<sup>256</sup> V. *Business Roundtable v. SEC*, 647 F.3d 1144 (D.C. Cir. 2011). Va sottolineato che la sentenza non riguarda, invece, le modifiche alla Rule 14a-8(1)(8) citata nel testo, che era stata inizialmente sospesa dalla SEC fino all'esito del giudizio. Venuta meno tale sospensione, pertanto, nel 2012, sarà possibile l'introduzione di un sistema di *proxy access* attraverso le proposte degli azionisti (c.d. *private ordering*).

### III. LA SOLLECITAZIONE DI DELEGHE IN ITALIA: LA FATTISPECIE

#### 1. La definizione di sollecitazione di deleghe. La centralità della richiesta di conferimento della delega.

L'art. 136 apre la sezione del TUF rubricata "Sollecitazione di deleghe" dettando alcune importanti definizioni utili a qualificare gli elementi fondamentali della disciplina in esame e a determinarne così l'ambito di applicazione<sup>257</sup>.

Centrale ai fini della presente analisi è la nozione di "*sollecitazione*", oggetto di significative modifiche da parte del già citato D.lgs. n. 27 del 27 gennaio 2010. Nell'esaminare la portata delle menzionate modifiche, giova tener presente che, nel vigore del testo precedente, gli elementi portanti della fattispecie erano tre: (i) una richiesta di conferimento di deleghe di voto, (ii) rivolta alla generalità degli azionisti, (iii) in adesione a specifiche proposte di voto<sup>258</sup>.

Il nuovo articolo 136, comma 1, lett. *b* del TUF stabilisce che per sollecitazione si intende "*la richiesta di conferimento di deleghe di voto rivolta a più di duecento azionisti su specifiche proposte di voto ovvero accompagnata da raccomandazioni, dichiarazioni o altre indicazioni idonee a influenzare il voto*".

Come in passato, la norma prevede che la fattispecie in esame consista innanzitutto in un comportamento attivo del proponente che invita gli azionisti a designarlo quale loro rappresentante per una determinata assemblea. Tale circostanza aveva già consentito di escludere che potesse costituire sollecitazione l'indicazione, contenuta nelle condizioni di contratto per il deposito dei titoli in

---

<sup>257</sup> G. PALMIERI, *Commento sub art. 136*, in *Testo unico della finanza*, commentario diretto da Campobasso, vol. II, Utet, 2002, p. 1121, mette in luce come la rilevanza della norma citata nel testo non sia meramente classificatoria.

<sup>258</sup> Così F. GHEZZI, *Commento sub art. 138*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, a cura di Marchetti e Bianchi, Giuffrè, 1999, p. 1287.

amministrazione, che l'intermediario può, a richiesta, rappresentare il cliente in assemblea<sup>259</sup>.

La richiesta di conferimento delle deleghe rimane dunque un elemento essenziale della sollecitazione e consente di operare una ulteriore delimitazione dei confini della fattispecie, escludendo quelle attività che, pur incidendo sull'espressione del voto, non siano direttamente volte all'ottenimento della delega<sup>260</sup>. È il caso, ad esempio, della comunicazione degli orientamenti di voto, della divulgazione di dati e informazioni circa l'esercizio del voto, oppure di altre comunicazioni funzionali al rilascio della delega.

Questa conclusione, pacifica nel vigore del testo precedente, pare confermata dal fatto che l'attuale formulazione della norma prevede che la richiesta di delega assuma rilevanza ai fini della disciplina della sollecitazione esclusivamente se riferita a specifiche proposte di voto, ovvero accompagnata da dichiarazioni o altre indicazioni idonee a influenzare il voto<sup>261</sup>. Queste ultime, pertanto, vengono in considerazione solo in quanto elemento accessorio della fattispecie, ma non hanno autonoma valenza, in assenza di una richiesta di conferimento della rappresentanza.

Occorre, tuttavia, guardarsi dal rischio che una lettura eccessivamente formale e ristretta della nozione di sollecitazione possa agevolare comportamenti elusivi della disciplina. Pertanto, è legittimo chiedersi se le stesse dichiarazioni volte ad influenzare il voto, non possano, unitamente ad altre circostanze, costituire anche

---

<sup>259</sup> V. F. GHEZZI, *supra*, nota 258. L'Autore correttamente sottolinea come ad una diversa conclusione si possa pervenire qualora l'intermediario suggerisca o ricordi ai clienti la possibilità di avvalersi della clausola citata nel testo, nell'immediatezza dell'assemblea. In tal caso, in presenza degli altri elementi della fattispecie e, in particolare, come si dirà tra breve nel testo, di un'attività volta ad orientare il voto dei clienti, si può ritenere sussistente una sollecitazione.

<sup>260</sup> Come si è detto, tali comunicazioni sono invece comprese nella più ampia nozione di *proxy solicitation* delineata dalla disciplina statunitense (v. *supra*, cap. II, par. 3).

<sup>261</sup> In senso contrario, v. C. PASQUARIELLO, *Commento sub art. 136 TUF*, NLGC, 2011, p. 731.

un'implicita richiesta di conferimento della procura, dalla quale far presumere un'attività sollecitatoria.

Va infine sottolineato che la *ratio* della disciplina, è di sottoporre ad un controllo di correttezza e trasparenza le operazioni con le quali il proponente, attraverso il rastrellamento delle procure, mira ad assicurarsi i voti necessari per influire sull'esito della votazione. Pertanto, la mera richiesta di deleghe, in assenza di un'attività diretta ad orientare il voto del delegante, non integra i presupposti della sollecitazione. Ne consegue che la prestazione del servizio di *proxy voting*, nel quale un determinato soggetto (*proxy agent*) si limita ad avvisare il socio dell'evento assembleare, raccogliendone l'eventuale delega, è certamente estranea alla nozione di sollecitazione<sup>262</sup>.

## **2. (Segue) La nozione di delega e la sua rilevanza ai fini della delimitazione dell'ambito applicativo della disciplina**

La nozione di delega rilevante ai fini che qui interessano è individuata dall'art. 136, comma 1, lett. *a* del TUF come "*il conferimento della rappresentanza per l'esercizio del voto nelle assemblee*". A differenza di quanto accade negli Stati Uniti, l'ambito di applicazione della disciplina è limitato, in primo luogo, alle sole sollecitazioni relative all'esercizio del diritto di voto. Restano quindi escluse e, pertanto, legittimamente esercitabili senza il rispetto di particolari vincoli o procedure, le attività sollecitatorie relative all'esercizio di diritti corporativi "*di quota*", quali, ad esempio, la richiesta di convocazione dell'assemblea da parte della minoranza (art. 2367 c.c.), l'integrazione dell'ordine del giorno (art. 126-*bis* TUF),

---

<sup>262</sup> Alcuni dubbi in merito al fatto che l'attività del *proxy agent* descritta nel testo potesse essere ritenuta "sollecitazione" e quindi ricadere nell'ambito di applicazione delle norme in esame erano stati sollevati durante le consultazioni pubbliche che hanno preceduto l'emanazione del D.lgs. n. 27 del 27 gennaio 2010. V. la lettera dell'avv. Trevisan del 18 settembre 2009, disponibile su: [http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/regolamentazione\\_bancaria\\_finanziaria/consultazioni\\_pubbliche/TREVISAN\\_x\\_ASSOCIATI.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/regolamentazione_bancaria_finanziaria/consultazioni_pubbliche/TREVISAN_x_ASSOCIATI.pdf).

l'esercizio dell'azione sociale di responsabilità (art. 2393-*bis* c.c.), e le denunce al collegio sindacale o al tribunale (artt. 2408 e 2409 c.c.).

Tale opzione legislativa, peraltro già presente nel testo originario della norma, pare quantomai opportuna<sup>263</sup>. Una scelta di segno opposto, infatti, avrebbe rischiato di "ingessare" l'esercizio dei diritti della minoranza<sup>264</sup>.

La definizione di delega delimita ulteriormente il campo di applicazione delle norme che ad essa fanno riferimento, precisando che il diritto di voto preso in considerazione è quello esercitato "*nelle assemblee*". Tale puntualizzazione consente di escludere che alla disciplina in esame siano soggette le richieste di conferimento di deleghe relative all'esercizio del voto in consessi diversi dall'assemblea societaria. Si pensi, ad esempio, alle riunioni convocate nell'ambito dei sindacati di voto, ovvero a quelle da tenersi ai sensi dell'art. 107, comma 1, lett. *b* del TUF per l'approvazione delle offerte pubbliche d'acquisto preventive<sup>265</sup>.

### **3. (Segue) L'individuazione dei destinatari della sollecitazione**

Con riferimento al secondo elemento della fattispecie relativo ai destinatari della richiesta di deleghe, si apprezza l'intervento innovatore del D.lgs n. 27/2010, che ha introdotto una soglia numerica al fine di meglio individuare quali iniziative rientrano nell'ambito di applicazione delle norme sulla sollecitazione.

Con una tecnica definatoria già utilizzata nel TUF per altri istituti caratterizzati da una pluralità di destinatari<sup>266</sup>, l'art. 136 ricomprende nella nozione di sollecitazione

---

<sup>263</sup> In senso contrario v. C. PASQUARIELLO, *supra*, nota 261, p. 731.

<sup>264</sup> Prima della riforma del diritto societario del 2004, che ha esteso anche alle minoranze qualificate delle società non quotate taluni diritti corporativi, R. SACCHI, *supra*, nota 87, p. 386 e P. MARCHETTI, *In tema di funzionamento dell'assemblea: problemi e prospettive*, Riv. soc., 2001 p. 126, si erano espressi in favore dell'estensione della disciplina in esame alle sollecitazioni relative all'esercizio dei diritti della minoranza.

<sup>265</sup> Così G. PALMIERI, *supra*, nota 257, p. 1122.

<sup>266</sup> Si pensi, ad esempio, alla definizione di "*offerta pubblica di acquisto o di scambio*", contenuta nell'art. 1, comma 1, lett. *v* del TUF ("*ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale [...]*")

esclusivamente la richiesta di conferimento di deleghe rivolta a più di duecento azionisti<sup>267</sup>.

La precisazione consente di superare le incertezze interpretative sorte in merito alla precedente formulazione, che faceva riferimento alle richieste indirizzate alla "*generalità degli azionisti*". In proposito, infatti, una parte della dottrina aveva ritenuto che il riferimento citato fosse da intendersi in senso letterale, restringendo così la nozione di sollecitazione alle sole comunicazioni indirizzate indistintamente a tutti gli azionisti<sup>268</sup>.

Altri Autori erano pervenuti, invece, ad un'interpretazione più ampia della norma, giustificata dalla necessità di evitare che l'esclusione di uno o più azionisti rappresentasse un facile espediente per eludere la disciplina che, pertanto, secondo tale orientamento avrebbe trovato applicazione anche nel caso in cui la richiesta di

---

*rivolti a un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quelli indicati nel regolamento previsto dall'articolo 100, comma 1, lettere b) e c) [...]"). Anche l'applicazione della disciplina sull'offerta al pubblico di strumenti finanziari è legata al superamento di una soglia numerica di destinatari, precisamente 100 (v. art. 100, comma 1, lett. b del TUF). In questo caso, tuttavia, il numero di destinatari non è discriminante ai fini dell'individuazione della fattispecie, ma individua un'ipotesi di esenzione dall'applicazione della relativa disciplina. Sulla disciplina dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari dopo il recepimento della Direttiva Prospetto, v. F. BRUNO, A. ROZZI, *Dalla sollecitazione all'investimento all'offerta al pubblico di prodotti finanziari*, in *Giur. comm.*, 2008, p. 276 e ss.; R. CUGNASCO, *L'offerta al pubblico di strumenti finanziari: alcune riflessioni sul D.Lgs. n. 51/2007 di recepimento della Direttiva Prospetto*, *Le Società*, 2008, p. 803 e ss.; P. FIORUZZI, F. SACCONI, *Offerta al pubblico di prodotti finanziari*, in *Il Diritto. Enciclopedia giuridica del Sole 24 Ore*, vol. 10. 19/2007.*

<sup>267</sup> La circostanza che la definizione di sollecitazione faccia riferimento solamente agli azionisti come destinatari della stessa, porta ad escludere che la relativa disciplina trovi applicazione con riguardo alle richieste di deleghe indirizzate agli obbligazionisti, ovvero ai titolari di strumenti finanziari partecipativi.

<sup>268</sup> Così G. MINERVINI, *Commento sub art. 136*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Cedam, 1998, p. 1241; L. DI BRINA, *Commento sub art. 138*, ibidem, p. 1259; B. PETRAZZINI, *Commento sub art. 138-140 in La legge Draghi e le società quotate in borsa*, diretto da Cottino, Torino, 1999, 203 e ss., p. 210; E. PAGNONI, S. PROVIDENTI, *Commento sub art. 136-144*, in *Il Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Giuffrè, 1998, p. 750 e, più recentemente, G. PELLEGRINO, *supra*, nota 78, p. 72.

poteri rappresentativi fosse stata indirizzata ad un numero limitato di soci<sup>269</sup>. Questa tesi richiedeva di stabilire un criterio numerico per l'individuazione delle ipotesi di sollecitazione; a tale esigenza veniva dato riscontro prendendo come riferimento le soglie fissate dall'art. 2372, comma 5, c.c. quanto al numero massimo di soci rappresentabili in assemblea<sup>270</sup>: il superamento di tale limite avrebbe configurato la fattispecie di sollecitazione<sup>271</sup>.

Si badi che le due diverse ricostruzioni conducevano a risultati diversi, sul piano della disciplina applicabile, con riferimento alle ipotesi in cui la richiesta di delega fosse stata indirizzata ad un numero di soggetti inferiore alla totalità degli azionisti ma superiore al limite di cui al citato art. 2372 c.c. Infatti, secondo la prima delle interpretazioni illustrate, una sollecitazione siffatta era da ritenersi invalida, con conseguente applicazione dell'art. 2372, comma 5, c.c.<sup>272</sup>.

La seconda interpretazione qualificava l'ipotesi in esame come sollecitazione, riconducendola all'ambito applicativo della relativa disciplina. Poiché, come si vedrà, tale disciplina prevedeva che tutti i soci fossero posti in condizione di aderire alla sollecitazione, la seconda interpretazione sopra richiamata conduceva all'applicazione di norme<sup>273</sup> che, pur operando sul piano della disciplina, incidevano sulla fattispecie, escludendo che il promotore potesse limitarsi a richiedere le deleghe ad un numero

---

<sup>269</sup> In questo senso soprattutto F. GHEZZI, Commento sub art. 138 in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, a cura di Marchetti e Bianchi, Giuffrè, 1999, p. 1290 e ss., R. SACCHI, *supra*, nota 87, p. 385; P.G. JAEGER, *supra*, nota 86, p. 98; R. PERNA, *supra*, nota 85, p. 277.

<sup>270</sup> Tali soglie erano variabili in ragione del fatto che la società fosse quotata e delle dimensioni del suo capitale (v *supra*, cap. I, par. 6).

<sup>271</sup> Secondo alcuni, peraltro, le soglie previste dall'art. 2372, comma 5, c.c. non valevano a delimitare anche in negativo la fattispecie, non potendosi escludere che una richiesta di deleghe rivolta ad un numero di soci inferiore a quello stabilito dalla disposizione citata non configurasse una sollecitazione. V. F. GHEZZI, *supra*, nota 269, p. 1292 e G. PRESTI, *supra*, nota 65, p. 39-40, che ipotizzava una presunzione semplice di non sollecitazione per le attività condotte entro le soglie del codice civile.

<sup>272</sup> V. L. DI BRINA, *supra*, nota 268, p. 1259.

<sup>273</sup> In particolare, ci si riferisce alle prescrizioni del Regolamento Emittenti della Consob in materia di comunicazione agli azionisti dell'esistenza della sollecitazione, nonché di diffusione del prospetto e del modulo di delega (v. *infra*, cap. IV, par. 1).

limitato di soggetti ed estendendo di fatto la sollecitazione alla "*generalità*" degli azionisti<sup>274</sup>.

Quanto sin qui osservato consente di sottolineare che il quadro normativo precedente all'attuazione della direttiva sui diritti degli azionisti non ammetteva la possibilità di una sollecitazione di deleghe rivolta ad un gruppo limitato di azionisti in numero superiore ai limiti di cui all'art. 2372, comma 5, c.c.<sup>275</sup>. Come si è visto, infatti, tale ipotesi era da alcuni esclusa sul piano della fattispecie<sup>276</sup>, mentre, seguendo il secondo orientamento interpretativo sopra illustrato, essa non era realizzabile sul piano della disciplina<sup>277</sup>.

Tale conclusione non è, a mio avviso, destinata a mutare alla luce delle recenti modifiche normative e regolamentari. Infatti, l'inserimento di una soglia numerica di destinatari quale elemento definitorio chiarisce che la sollecitazione si configura in presenza di una richiesta di deleghe indirizzata ad un numero di azionisti superiore a tale soglia, sebbene non alla generalità di essi. A dispetto delle modifiche apportate alla definizione di sollecitazione, la disciplina ad essa applicabile continua a prevedere taluni obblighi di pubblicità per il proponente che è altresì tenuto a consegnare il prospetto a "*chiunque ne faccia richiesta*"<sup>278</sup>. Sul piano della disciplina, quindi, la

---

<sup>274</sup> V. F. GHEZZI, *supra*, nota 269, p. 1292, che osserva: "*chiunque intenda superare il limite stabilito dal quinto comma dell'art. 2372 c.c. in termini di numero massimo di soci rappresentabili in assemblea deve forzatamente adeguarsi alla disciplina stabilita nel T.U. Ad avviso dell'autorità di vigilanza, ciò significa altresì che un soggetto non potrà limitarsi a sollecitare una determinata categoria di soci, ma dovrà rivolgersi alla generalità degli azionisti*". V. anche P.G. JAEGER, *supra*, nota 86, p. 98.

<sup>275</sup> Questa conclusione era stata esplicitata dalla Consob, secondo cui "*ogni sollecitante [è] tenuto a rivolgere a tutti gli azionisti la sua richiesta di conferimento e non possa invece limitarsi ad un numero circoscritto di azionisti a sua discrezione al fine di raggiungere gli obiettivi prefissati*" (CONSOB, *supra*, nota 69, p. 48).

<sup>276</sup> Ci riferisce al primo filone interpretativo esaminato nel testo; v. gli Autori citati *supra* alla nota 268 e il testo corrispondente.

<sup>277</sup> Questo aspetto è evidenziato da P.G. JAEGER, *supra*, nota 86, p. 98. V. anche gli Autori citati *supra* alla nota 269.

<sup>278</sup> V. l'art. 136, comma 5 del Regolamento Emittenti. R. SACCHI, *supra*, nota 119, alla nota 65 rileva la discrasia esistente fra la disposizione regolamentare e la definizione di sollecitazione di deleghe

sollecitazione continua ad essere regolamentata in maniera da porre tutti gli azionisti nelle condizioni di conoscere l'esistenza della sollecitazione stessa e di potervi aderire. Conseguentemente, una volta superata la soglia dei duecento sollecitati, non è consentito al proponente di limitarsi a considerare un numero circoscritto di azionisti, almeno per quanto concerne (i) la comunicazione dell'intenzione di procedere alla sollecitazione e la consegna del prospetto informativo<sup>279</sup> e (ii) l'esercizio delle deleghe ricevute in risposta.

Tale impostazione sottende una visione della sollecitazione quale strumento volto ad incentivare la partecipazione degli azionisti alla vita societaria, favorendo l'esercizio, ancorché indiretto e mediato dal proponente, del diritto di voto<sup>280</sup>, visione che, tuttavia, appare contraddetta in altri punti della disciplina<sup>281</sup>.

L'ampiezza dei destinatari e la conseguente incidenza sui costi della sollecitazione ha effetti potenzialmente disincentivante per il promotore eventualmente interessato a sollecitare un gruppo determinato di azionisti (ad es. i dipendenti, oppure i titolari di partecipazioni consistenti). Tali effetti, tuttavia, paiono

dettata dal TUF, ritenendo illegittima la prima, e ammettendo quindi che, in ogni caso, il promotore possa limitare la richiesta di conferimento di deleghe ad alcuni soci e non accettare le deleghe rilasciate dagli altri. In proposito, va tuttavia rilevato che non è solo l'art. 136, comma 5, bensì l'intero assetto normativo del Regolamento Emittenti, che inequivocabilmente delinea la sollecitazione come un'attività rivolta al pubblico (v. *infra*, cap. IV, parr. 1 e 2). Ciò senza considerare le criticità che, ove si volesse accogliere l'interpretazione proposta dall'Autore citato, emergerebbero in relazione alla posizione di quei soggetti che, informati dell'esistenza della sollecitazione, richiedono il modulo di delega che consegnano compilato al promotore per vederselo rifiutare. Un intervento chiarificatore dell'Organismo di vigilanza, auspicato anche dall'Autore citato, pare quantomai opportuno.

<sup>279</sup> Ciò non comporta che il promotore sia tenuto ad inviare il prospetto e il modulo di delega a tutti gli azionisti. La disciplina tracciata dal Regolamento Emittenti della Consob, infatti, prevede che tali documenti siano messi a disposizione su un sito internet, ma non stabilisce alcun obbligo per il promotore di contattare direttamente i soggetti sollecitati, fermo restando l'obbligo di consegnare i citati documenti a chiunque ne faccia richiesta.

<sup>280</sup> Sul punto, con riferimento alla disciplina precedente, v. F. GHEZZI, *supra*, nota 269, p. 1291 e G. PELLEGRINO, *supra*, nota 78, p. 73.

<sup>281</sup> Si pensi, ad esempio, alle disposizioni relative all'interruzione della sollecitazione (v. *infra*, cap. IV, par. 7.1).

contenuti dalla semplificazione e riduzione degli oneri di comunicazione a carico del proponente operata con le recenti modifiche regolamentari<sup>282</sup>.

Anche al fine di non privare di significato pratico l'abrogazione dei limiti all'esercizio della rappresentanza nelle società quotate, operata in recepimento della direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti<sup>283</sup>, merita sottolineare che la mera circostanza che il rappresentante sia portatore di un numero di deleghe superiore alla soglia fissata dall'art. 136 del TUF non determina una presunzione circa la sussistenza di una sollecitazione<sup>284</sup>. È necessario, infatti, che sia integrato anche l'elemento qualitativo della fattispecie, e cioè che tali deleghe siano state effettivamente oggetto di una richiesta di conferimento. È evidente, tuttavia, che l'apprezzamento di tale elemento qualitativo chiama l'Autorità di vigilanza ad un delicato compito di supervisione al fine di prevenire e arginare possibili comportamenti elusivi da parte di soggetti interessati a rastrellare deleghe senza ricorrere ad un'aperta sollecitazione.

#### 4. Il superamento dei limiti soggettivi per il proponente

La disciplina del TUF *ante* riforma sottoponeva l'attività di sollecitazione ad una duplice riserva. In primo luogo, infatti, erano stabiliti specifici requisiti soggettivi

---

<sup>282</sup> V. *infra*, cap. IV, parr. 1 e 2.

<sup>283</sup> V. *supra*, cap. II, par. 9.

<sup>284</sup> Pur non avendo trovato conferma nella versione finale dell'art. 136 del TUF, la possibilità di inserire una presunzione circa la sussistenza di una sollecitazione ogniqualvolta il rappresentante avesse raccolto un certo numero di deleghe era stata discussa in sede di consultazione. V. MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *supra*, nota 126, p. 13, ove si ipotizza di raccogliere sul punto il suggerimento del considerando 10 della direttiva 2007/36/CE ("*Le misure avverso possibili abusi potrebbero, in particolare, essere costituite dai regimi adottati dagli Stati membri per disciplinare l'attività di persone che sollecitano deleghe o che abbiano di fatto raccolto più di un determinato e significativo numero di deleghe.*"). In proposito v. le osservazioni critiche di ASSONIME, *Osservazioni al documento di consultazione del Ministero dell'Economia, Dipartimento del Tesoro, per l'attuazione della direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, disponibile su: [http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/regolamentazione\\_bancaria\\_finanziaria/consultazioni\\_pubbliche/ASSONIME\\_2.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/regolamentazione_bancaria_finanziaria/consultazioni_pubbliche/ASSONIME_2.pdf).

per il soggetto o i soggetti che congiuntamente promuovessero la sollecitazione (committente); in secondo luogo, era previsto che il committente non potesse svolgere autonomamente la sollecitazione, ma dovesse rivolgersi ad un intermediario all'uopo abilitato.

Ai sensi dell'art. 136 del TUF, il committente doveva possedere almeno l'1% del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto nell'assemblea per la quale era richiesta la delega, ovvero la quota inferiore stabilita eventualmente stabilita dalla Consob per le società ad elevata capitalizzazione e ad azionariato particolarmente diffuso<sup>285</sup>. A ciò si aggiungeva la necessaria iscrizione a libro soci da almeno sei mesi per la medesima quantità di azioni, requisito successivamente abrogato dal D.lgs. n. 303/2006.

L'impostazione originariamente adottata dal legislatore, pertanto, era di limitare essenzialmente ai soci detentori di partecipazioni qualificate e stabili il numero di soggetti legittimati a promuovere una sollecitazione, con l'esclusione di soggetti estranei alla compagine sociale, fra i quali la stessa società. Senza entrare nel merito delle valutazioni circa l'opportunità che la società emittente fosse legittimata a raccogliere le deleghe<sup>286</sup>, tale opzione legislativa, non presente in precedenti iniziative di riforma<sup>287</sup>, mirava a limitare il rischio che soggetti diversi dai soci si rendessero protagonisti di iniziative strumentali e di mero disturbo<sup>288</sup> dell'attività sociale.

---

<sup>285</sup> Con delibera n. 12317 del 12 gennaio 2000, la Consob aveva ridotto allo 0,5% la quota di possesso necessaria, applicando tale riduzione il 20% delle società con il più elevato valore di mercato del flottante, individuate semestralmente dalla stessa Autorità.

<sup>286</sup> Su questo aspetto, v. *infra*, par. 9 in questo capitolo.

<sup>287</sup> V. ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Rapporto sulla società aperta*, Il Mulino, 1997, p. 114.

<sup>288</sup> V. M. BIANCA, *supra*, nota 70, p. 232 che, tuttavia, alla nota 60 correttamente osserva come "[I]a sola qualità di socio è un dato di per sé francamente anodino, non comportando apprezzabili conseguenze sul piano degli interessi perseguiti per mezzo dell'iniziativa". In effetti, come si vedrà tra breve, l'esigenza di selezionare le sollecitazioni potenzialmente vantaggiose per la generalità degli

La circostanza che la norma citata facesse riferimento alla duplice condizione del “*possesso*” delle azioni e della titolarità del diritto di voto nell’assemblea per la quale era richiesta la delega, aveva posto due questioni delle quali è opportuno fare cenno.

In primo luogo, la dottrina si era interrogata sulla possibilità che la legittimazione ad agire in qualità di committente fosse estesa anche ad alcuni soggetti che, pur non essendo soci, si trovassero nelle condizioni previste dalla norma. In questo senso si ammetteva che la sollecitazione potesse essere svolta anche dal creditore pignoratorio, dall’usufruttuario, dal riportatore, dal custode giudiziario<sup>289</sup>, nonché più in generale, da qualsiasi soggetto al quale le azioni fossero intestate in virtù di un negozio fiduciario<sup>290</sup>.

Il secondo aspetto oggetto di valutazione riguardava la posizione dei soggetti che, pur essendo in possesso della partecipazione qualificata richiesta, subivano una limitazione o esclusione del diritto di voto. Si pensi, ad esempio, al caso del socio moroso, del socio amministratore per le delibere riguardanti la propria responsabilità, alle azioni della controllante detenute dalla controllata e all’ipotesi di mancata alienazione della partecipazione eccedente le soglie fissate per le partecipazioni reciproche (art. 121 del TUF)<sup>291</sup>.

azionisti, escludendo quelle strumentali ad interessi di parte, era perseguito imponendo al committente la detenzione di una partecipazione qualificata.

<sup>289</sup> Questa ipotesi era contestata da G. MEO, *Le società di capitali. Le società con azioni quotate in Borsa*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da Bessone, XVII, Giappichelli, 2002, p. 133.

<sup>290</sup> V. F. GHEZZI, *Commento sub art. 139 in La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, a cura di Marchetti e Bianchi, Giuffrè, 1999, p. 1338; A. GAMBINO, *Commento sub art. 139*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Cedam, 1998, p. 1264; M.C. CARDARELLI, *Le deleghe di voto*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di Patroni Griffi, Sandulli e Santoro, Giappichelli, 1999, p. 916; L. PISANI, *Commento sub art. 139*, in *Testo unico della finanza*, diretto da Campobasso, vol. II, Utet, 2002, p. 1141.

<sup>291</sup> Le ipotesi citate nel testo sono indicate da F. GHEZZI, *Commento sub art. 139 in La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, a cura di Marchetti e Bianchi, Giuffrè, 1999, p. 1338 – 1339.

Venendo meno il presupposto della titolarità del diritto di voto nell'assemblea, si escludeva che i menzionati soggetti potessero promuovere una sollecitazione.

Il requisito da ultimo richiamato, peraltro, non era l'unico. Come si è detto, infatti, la disciplina in esame imponeva al committente il possesso di una partecipazione pari almeno all'1% del capitale votante in assemblea. Tale scelta legislativa era volta ad introdurre una barriera all'ingresso che consentisse una pur sommaria selezione delle iniziative maggiormente meritevoli<sup>292</sup>, escludendo invece quelle condotte ad esclusivo vantaggio del committente, a scapito del valore della società. Sulla base di valutazioni elaborate con riferimento al pur diverso contesto americano, si riteneva, infatti, che un socio titolare di una partecipazione qualificata sarebbe stato disincentivato dal promuovere una sollecitazione suscettibile di danneggiare la società, in quanto i vantaggi che ne avrebbe tratto sarebbero stati compensati dalla perdita di valore della propria partecipazione. Seguendo questo ragionamento, è evidente, tuttavia, che quanto più alti sono i benefici privati ottenibili dal committente, tanto più elevata è la partecipazione che lo stesso deve detenere affinché la perdita di valore si traduca in una perdita netta per il committente. In un sistema quale quello italiano, caratterizzato dall'estrazione di elevati benefici privati dal controllo, è ben difficile che una soglia partecipativa dell'1% per il committente possa avere un'effettiva funzione di filtro nei confronti di iniziative potenzialmente dannose, in particolar modo per quanto concerne le sollecitazioni relative alle delibere di nomina degli amministratori.

D'altro canto, pretendere una partecipazione più consistente, come pure era stato ipotizzato nel corso del dibattito che precedette l'emanazione del TUF<sup>293</sup>,

---

<sup>292</sup> V. S. ROSSI, *supra*, nota 63, p. 65.

<sup>293</sup> V. L. CIPOLLETTA, *Audizione del 29 gennaio 1998 del Direttore generale della Confindustria*, Riv. soc., 1998, p. 231 e ss.; T. BIANCHI, *Audizione del Presidente dell'Associazione Bancaria Italiana*, Riv. soc., 1998, p. 257 e ss. In dottrina, v. le notazioni di P.G. JAEGER, P. MARCHETTI, *Corporate governance*, Giur. comm., 1997, p. 625 e ss. e P. MARCHETTI, *Osservazioni sui profili societari della bozza di T.U. dei mercati finanziari*, Riv. soc., 1998, p. 148.

avrebbe reso oltremodo gravoso l'accesso allo strumento della sollecitazione. E infatti – benché la dottrina avesse generalmente ritenuto quella dell'1% una "soglia di equilibrio"<sup>294</sup>, anche in considerazione degli elementi di flessibilità contenuti nella norma<sup>295</sup> – non si era mancato di osservare come la previsione di una soglia partecipativa rischiasse di limitare il ricorso alla sollecitazione proprio per quei soggetti, gli investitori istituzionali, dai quali era maggiormente atteso un comportamento attivo<sup>296</sup>. In questo senso certamente non giovava l'incertezza del dato normativo in merito alla durata della detenzione della partecipazione richiesta e, cioè, se fosse sufficiente che il committente detenesse tale partecipazione al momento della promozione della sollecitazione, ovvero dovesse conservarla per tutta la durata della sollecitazione stessa<sup>297</sup>. Il rischio che l'eventuale accoglimento di quest'ultima soluzione interpretativa da parte dell'Autorità di vigilanza determinasse un vero e proprio meccanismo di *share blocking*, costituiva un forte disincentivo per gli investitori istituzionali, dei quali sono note le esigenze di liquidità e di pronto smobilizzo degli investimenti<sup>298</sup>.

---

<sup>294</sup> Così G. NAPOLETANO, *Commento sub artt. 136 – 144*, in *Il testo unico dei mercati finanziari*, a cura di Lacaita e Napoleoni, Giuffrè, 1998, p. 130 e ss. In una prospettiva più generale, v. anche F. VELLA, *"Attivismo" degli investitori istituzionali e riforma del diritto societario*, Banca impresa società, 1998, p. 377.

<sup>295</sup> Gli elementi di flessibilità erano costituiti: (i) dalla possibilità che la soglia partecipativa fosse raggiunta sommando le partecipazioni detenute da più soggetti che intendevano promuovere congiuntamente una sollecitazione; (ii) dal potere della Consob di abbassare tale soglia per le società a più elevata capitalizzazione; (iii) dal fatto che, nel caso in cui il committente fosse un investitore istituzionale, si dovesse tenere conto anche delle azioni di pertinenza dei fondi per i quali esso esercitasse i diritti di voto.

<sup>296</sup> Dubitano dell'utilità della fissazione di un limite di possesso azionario F. BARCA, P.E. SIGNORINI, *Indicazioni e proposte per una disciplina della sollecitazione delle deleghe di voto*, dattiloscritto, 1996.

<sup>297</sup> Correttamente pone in luce questo aspetto delicato della previgente disciplina E. RICCIARDIELLO, *La nuova disciplina in materia di sollecitazione delle deleghe di voto: inizia la stagione italiana dei proxy fights?*, in corso di pubblicazione su *Giur. comm.*

<sup>298</sup> Come già detto *supra*, il d.lgs. n. 303/2006 aveva eliminato il requisito della detenzione della partecipazione qualificata per i sei mesi precedenti la sollecitazione.

Il legislatore della riforma ha prestato orecchio alle istanze di liberalizzazione dell'istituto, superando radicalmente l'impostazione precedente ed eliminando il requisito del possesso azionario per il "promotore" della sollecitazione, figura che, nella nuova disciplina, prende il posto del "committente". Come esplicitato nella relazione accompagnatoria al D.lgs. n. 27/2010, tale scelta legislativa discende direttamente dall'art. 10 e dal considerando 10 della citata direttiva, in base ai quali, gli stati membri possono disciplinare l'*attività* (e non i requisiti personali) delle persone che sollecitano deleghe esclusivamente al fine di garantire un livello adeguato di trasparenza e affidabilità<sup>299</sup>.

L'abrogazione del requisito del possesso azionario per il promotore, se da un lato risolve in radice alcuni dei problemi dibattuti in precedenza, dall'altro rivoluziona l'istituto in esame sotto diversi aspetti, recando importanti conseguenze anche di ordine pratico.

La modifica normativa si inserisce a pieno titolo nel novero delle misure volte ad ampliare il ricorso alla sollecitazione, riducendone i costi. Quest'ultima diviene così uno strumento facilmente accessibile alle minoranze e, in particolare, agli investitori istituzionali, non più costretti ad immobilizzare una quota dei propri investimenti per svolgere un ruolo attivo e polarizzante nei confronti degli altri investitori.

---

<sup>299</sup> V. la relazione *Recepimento della 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, in attuazione della delega di cui all'articolo 31 della legge 7 luglio 2009, n. 88*, disponibile su: [http://www.tuttocamere.it/files/dirsoc/Schema\\_DL\\_Diritti\\_Azionisti\\_Relazione.pdf](http://www.tuttocamere.it/files/dirsoc/Schema_DL_Diritti_Azionisti_Relazione.pdf). In realtà il riferimento contenuto nel considerando 10 della direttiva all'esigenza di garantire l'affidabilità di chi promuove la sollecitazione avrebbe forse lasciato spazio anche ad un'interpretazione tesa a mantenere il requisito del possesso azionario. In tal senso si erano espressi l'ASSONIME, *Osservazioni al documento di consultazione del Ministero dell'Economia, Dipartimento del Tesoro, per l'attuazione della direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate. Seconda consultazione*, disponibile su: [http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/regolamentazione\\_bancaria\\_finanziaria/consultazioni\\_pubbliche/ASSONIME.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/regolamentazione_bancaria_finanziaria/consultazioni_pubbliche/ASSONIME.pdf), p. 16, e le Commissioni riunite Giustizia e Finanze della Camera dei Deputati (v. lettera *n* del relativo parere del 3 dicembre 2009).

Si è, inoltre, rilevato che la citata liberalizzazione può contribuire ad aumentare l'utilizzabilità della sollecitazione quale strumento di contesa del controllo<sup>300</sup>. È infatti ipotizzabile, almeno in linea teorica, che la possibilità di ricorrere alla sollecitazione di deleghe, nelle forme più snelle e meno onerose di cui si è fatto cenno<sup>301</sup>, possa indurre soggetti terzi ad agire in qualità di promotori nelle assemblee convocate per il rinnovo delle cariche sociali, al fine di far eleggere propri amministratori. Quanto tale ipotesi sia destinata a tradursi in realtà è, tuttavia, una questione che dipende soprattutto dal funzionamento complessivo della riforma nonché dalla struttura degli assetti proprietari nel nostro Paese e in misura solo marginale dall'eliminazione dei requisiti soggettivi del promotore<sup>302</sup>.

Per altro verso, l'eliminazione del filtro costituito dal requisito della partecipazione qualificata apre le porte anche ad un uso meramente strumentale della sollecitazione, nonché ad iniziative personalistiche e del tutto velleitarie, ma non meno dannose per il funzionamento del sistema.

Nel mutato quadro legislativo, si pone, infatti, con maggior vigore il problema dell'inadempimento del proponente alle obbligazioni derivanti dal lancio di una sollecitazione. Nell'ambito delle prime esperienze applicative sono emersi rilevanti problemi relativi al mancato rimborso dei costi, sostenuti dagli intermediari per l'avvio della sollecitazione, da parte di alcuni promotori che avevano deciso di interrompere la sollecitazione iniziata in maniera avventizia<sup>303</sup>.

Ancor più rilevante è l'aspetto riguardante le eventuali responsabilità del proponente nei confronti dei soggetti sollecitati, derivanti, sia dall'omesso o errato

---

<sup>300</sup> V. E. RICCIARDIELLO, *supra*, nota 297,

<sup>301</sup> V. *supra*, cap. I, par. 9 e *infra*, cap. IV.

<sup>302</sup> Come si è osservato (v. *supra*, cap. I, par. 8 e 8.1), infatti, non era certo il requisito del possesso azionario qualificato a costituire un ostacolo alle sollecitazioni finalizzate all'acquisizione del controllo.

<sup>303</sup> V. *infra*, nota 405 e testo corrispondente.

esercizio delle deleghe raccolte<sup>304</sup>, sia dall'inserimento di informazioni false o fuorvianti nei documenti relativi alla sollecitazione. Come è facile intuire, si tratta di una fattispecie assai delicata, in cui i danni potenziali possono raggiungere un ammontare elevato v'è da chiedersi in proposito quale sia la capacità di far fronte ad un eventuale risarcimento di danni da parte di soggetti, si pensi alle persone fisiche o associazioni<sup>305</sup>, che si avventurano nel lancio di una sollecitazione di deleghe.

## 5. Il superamento della riserva in favore degli intermediari

Nel solco degli interventi diretti a ridimensionare i costi della sollecitazione si inserisce anche l'abrogazione dell'art. 140 del TUF che riservava lo svolgimento delle attività di sollecitazione a soggetti attivi nel campo dell'intermediazione finanziaria e sottoposti a penetrante vigilanza<sup>306</sup>, nonché alle c.d. società di *proxy*, la cui scarna disciplina prevedeva, oltre alla esclusività dell'oggetto sociale<sup>307</sup>, i medesimi requisiti di onorabilità per gli esponenti aziendali stabiliti per le SIM. L'interposizione di un terzo fra il committente e gli azionisti sollecitati, rispondeva anzitutto all'esigenza di garantire che la sollecitazione fosse svolta da un soggetto neutrale, non influenzato da potenziali conflitti di interesse<sup>308</sup>.

Come si vedrà nel prosieguo, la riforma operata con il D.lgs. n. 27/2010 è caratterizzata da un diverso approccio che, accettata consapevolmente possibile sussistenza di conflitti di interesse in capo al promotore, ne affida la regolamentazione ad una disciplina basata sulla trasparenza informativa (v. art. 135-

---

<sup>304</sup> Sulla responsabilità del promotore, v. *infra*, cap IV, par. 8.

<sup>305</sup> Per un caso di un'associazione agente in qualità di proponente, v. la sollecitazione promossa dall'Associazione azionisti di Parmalat S.p.A. in occasione dell'assemblea del 28 giugno 2011.

<sup>306</sup> I soggetti vigilati abilitati alla sollecitazione erano le imprese di investimento, le banche, le SGR e le SICAV.

<sup>307</sup> Tali società dovevano avere per oggetto sociale esclusivo l'attività di sollecitazione di deleghe e la rappresentanza di soci in assemblea.

<sup>308</sup> In questo senso v. P.G. JAEGER, *supra*, nota 86, p. 98; G. PRESTI, *supra*, nota 65, p. 48; L. SCHIUMA, *supra*, nota 82, p. 167.

*decies* TUF), piuttosto che su rigidi divieti facilmente aggirabili. In questo quadro si è ritenuto di eliminare la figura dell'intermediario, consentendo al promotore di effettuare in proprio le operazioni di sollecitazione.

Tale scelta, coerente con gli obiettivi di deregolamentazione che hanno animato la riforma, ripropone il tema già esaminato dell'affidabilità del promotore e della sua responsabilità. L'intermediario, infatti, essendo professionalmente attrezzato, offriva maggiori "garanzie in ordine al corretto svolgimento delle procedure di sollecitazione"<sup>309</sup>. Ad esso, inoltre, erano ricondotti precisi obblighi, nonché la responsabilità in ordine alla completezza delle informazioni diffuse nel corso della sollecitazione, tutti ora riferiti al promotore. Se è facile immaginare che per le iniziative più sofisticate i promotori ricorreranno in ogni caso all'ausilio di società specializzate<sup>310</sup>, non mancheranno le iniziative di "promotori improvvisati", per le quali la Consob sarà chiamata ad un'attenta vigilanza, anche in considerazione del fatto che, venuta meno la figura dell'intermediario, in tali ipotesi non vi sarà una *deep pocket* cui attingere in un eventuale giudizio di responsabilità.

## **6. Il problema del conflitto di interessi fra il promotore della sollecitazione e i soggetti sollecitati. Gli obblighi informativi del promotore**

Come si vedrà nel paragrafo successivo, l'abolizione dei limiti soggettivi per il committente operata dalla riforma apre la possibilità ad iniziative sollecitatorie da parte del *management* e della stessa società emittente.

I delicati temi che in proposito si pongono, in particolare sul piano dei rapporti fra gli interessi dei soggetti coinvolti, rendono necessario un preliminare e più

---

<sup>309</sup> Così si esprimeva la relazione allo schema di TUF proposto dal governo. V. anche R. SACCHI, *supra*, nota 87, p. 389.

<sup>310</sup> Si vedano, ad esempio, le sollecitazioni promosse per le assemblee del 2011 delle società Capelive, Kerself e Sopaf. L'intervento di un soggetto specializzato, in grado di fornire rapidamente una fotografia dell'azionariato della società, è fondamentale per la buona riuscita di una sollecitazione.

generale esame dell'applicazione della disciplina (*rectius*, discipline) dei conflitti di interesse nell'ambito della sollecitazione. In questa prospettiva, occorre tenere presente i distinti rapporti che legano, da un lato, gli azionisti deleganti al promotore, e dall'altro, lo stesso promotore e gli azionisti alla società.

In primo luogo, occorre dunque soffermarsi sull'ipotesi in cui il promotore versi in conflitto di interessi rispetto agli azionisti sollecitati.

Si è già rilevato che la direttiva 2007/36/CE, nel prescrivere un regime di ampia liberalizzazione in tema di rappresentanza assembleare nelle società quotate, fra le poche limitazioni ammissibili contempla quelle volte a prevenire i possibili conflitti di interesse fra rappresentante e rappresentato, dettando precise indicazioni in tal senso<sup>311</sup>.

In recepimento di tali indicazioni, l'art. 135-*decies* del TUF delinea una disciplina in cui la sussistenza di interessi in conflitto non è condizione impeditiva al rilascio della delega<sup>312</sup>, "*purchè il rappresentante comunichi per iscritto al socio le circostanze da cui deriva tale conflitto e purchè vi siano specifiche istruzioni di voto per ciascuna delibera in relazione alla quale il rappresentante dovrà votare per conto del socio*".

Ad un sistema basato su alcuni limiti soggettivi all'esercizio della rappresentanza, se ne sostituisce, quindi, un altro che affida la tutela nei casi di conflitto di interesse ad un duplice presidio: da un lato, la *disclosure* da parte del delegato degli elementi di potenziale conflittualità, dall'altro l'indicazione da parte del delegante di specifiche istruzioni circa l'orientamento del voto<sup>313</sup>. In questo quadro,

---

<sup>311</sup> V. art. 10, comma 3 della direttiva 2007/36/CE che, in realtà, parla di misure volte a *risolvere* i potenziali conflitti di interesse. Per le ulteriori limitazioni all'esercizio della delega v. *supra*, cap. I, par. 9.

<sup>312</sup> V. C. PASQUARIELLO, *supra*, nota 261, p. 724.

<sup>313</sup> L'alternativa fra una regolamentazione dei conflitti di interesse affidata ad un sistema di divieti oppure basata su obblighi di trasparenza era stata oggetto di dibattito già nel corso dei lavori preparatori del TUF. In questa seconda direzione si era espresso M. DRAGHI, *Audizione parlamentare*

per i soggetti in precedenza colpiti dal divieto assoluto di rendersi rappresentanti la disposizione citata configura una presunzione *iuris et de jure* di conflitto di interessi, presunzione estesa, in esito alle consultazioni che hanno preceduto l'emanazione delle nuove norme<sup>314</sup>, anche ad altre fattispecie<sup>315</sup>.

La disciplina sin qui esaminata, pur echeggiando quella prevista dal codice civile in tema di rappresentanza, pare contenere elementi di maggior rigidità. Infatti, mentre la prima, perfino nell'ipotesi estrema del contratto con se stesso<sup>316</sup>, consente che le esigenze di tutela del rappresentante siano superate quando è lo stesso ad autorizzare il compimento dell'atto, *ovvero* a determinarne il contenuto in modo da escludere il pericolo di danno<sup>317</sup>, l'art. 135-*decies* del TUF richiede invece che il

*del Direttore generale del Ministero del Tesoro in data 21 gennaio 1998*, Riv. soc., 1998, 204 e ss., p. 210. Non a caso l'art. 172, comma 2 della c.d. bozza Draghi consentiva al committente che appartenesse alle categorie degli intermediari abilitati di effettuare la sollecitazione in conto proprio, senza doversi rivolgere a terzi intermediari (v. R. SACCHI, *supra*, nota 87, p. 391 e B. PETRAZZINI, *supra*, nota 268, p. 209). Anche con riferimento agli aspetti affrontati *supra* nel testo, merita sottolineare che tale impostazione tendeva a salvaguardare l'esigenza che l'intermediario fosse un soggetto professionalmente organizzato ed esperto della materia. In senso contrario alla possibilità che l'intermediario sollecitasse deleghe per proprio conto si era espresso R. COSTI, *supra*, nota 94, p. 80.

<sup>314</sup> V. ad es. le osservazioni di CLEARY GOTTLIEB STEEN & HAMILTON, *Commenti al secondo documento di consultazione*, 18 settembre 2009, disponibile su: [http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/regolamentazione\\_bancaria\\_finanziaria/consultazioni\\_pubbliche/CGSH.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/regolamentazione_bancaria_finanziaria/consultazioni_pubbliche/CGSH.pdf).

<sup>315</sup> L'art. 135-*decies*, comma 2, del TUF prevede che: "*Ai fini del presente articolo, sussiste in ogni caso un conflitto di interessi ove il rappresentante o il sostituto:*

- a) controlli, anche congiuntamente, la società o ne sia controllato, anche congiuntamente, ovvero sia sottoposto a comune controllo con la società;*
- b) sia collegato alla società o eserciti un'influenza notevole su di essa;*
- c) sia un componente dell'organo di amministrazione o di controllo della società o dei soggetti indicati alle lettere a) e b);*
- d) sia un dipendente o un revisore della società o dei soggetti indicati alla lettera a);*
- e) sia coniuge, parente o affine entro quarto grado dei soggetti indicati alle lettere da a) a c);*
- f) sia legato alla società o ai soggetti indicati alle lettere a), b), c) ed e) da rapporti di lavoro autonomo o subordinato ovvero da altri rapporti di natura patrimoniale che ne compromettano l'indipendenza".*

<sup>316</sup> Così P. TRIMARCHI, *Istituzioni di diritto privato*<sup>18</sup>, Giuffrè, 2009, p. 232.

<sup>317</sup> V. C. DONISI, *Il contratto con se stesso*, ESI, 1982, p. 269 e ss. Nell'interpretazione giurisprudenziale, tuttavia, la semplice autorizzazione a concludere il contratto con se stesso non è

delegante sia informato delle circostanze che determinano il conflitto e fornisca al delegato specifiche istruzioni di voto. Nella prospettiva tracciata dal TUF, quindi, il fatto che il delegante sia consapevole della situazione conflittuale del delegato e lo autorizzi a votare non è condizione sufficiente ai fini della validità della delega, essendo necessario in ogni caso che l'espressione del voto sia predeterminata dal delegante.

In forza del richiamo diretto contenuto nell'art. 137, comma 1, del TUF, è possibile esaminare alla luce dei principi sopra illustrati la menzionata fattispecie in cui il promotore di una sollecitazione sia portatore di interessi in conflitto con quelli degli azionisti sollecitati.

Nelle comunicazioni con i soggetti sollecitati, il promotore è tenuto ad evidenziare le implicazioni derivanti da rapporti di affari o partecipativi propri o di soggetti appartenenti al suo gruppo con la società emittente<sup>318</sup>; lo schema di prospetto informativo da diffondere in occasione della sollecitazione, inoltre, prevede che il promotore descriva le eventuali situazioni di conflitto di interesse<sup>319</sup>. Il Regolamento Emittenti dà quindi piena attuazione al precetto della *disclosure* delle situazioni conflittuali, nulla disponendo, tuttavia, in merito alle possibili conseguenze di una violazione di tale normativa che si traduca nella diffusione di un'informazione carente o mancante in merito alla posizione del promotore.

ritenuta idonea ad escludere l'annullabilità del contratto medesimo, se non accompagnata dalla puntuale determinazione degli elementi negoziali. V. Cass. n. 5906/2004, che ha stabilito che *"l'annullabilità del contratto concluso dal rappresentante con se stesso è esclusa nelle due ipotesi, previste in via alternativa dall'art. 1395 c.c., dell'autorizzazione specifica e della predeterminazione del contenuto del contratto; peraltro, l'autorizzazione data dal rappresentato al rappresentante a concludere il contratto con se stesso in tanto può considerarsi idonea ad escludere la possibilità di un conflitto di interessi, e quindi l'annullabilità del contratto, in quanto sia accompagnata dalla puntuale determinazione degli elementi negoziali - determinazione funzionale a tutelare gli interessi del rappresentato - e non anche qualora essa risulti affatto generica, non contenendo, tra l'altro (come nella specie), indicazione alcuna in ordine al prezzo della compravendita"*.

<sup>318</sup> V. art. 137, comma 2, del Regolamento Emittenti.

<sup>319</sup> V. Sezione II.8 dell'allegato 5 al Regolamento Emittenti.

Rinviando al capitolo seguente l'esame dei rimedi esperibili a fronte delle violazioni della disciplina della sollecitazione, si può osservare in questa sede come, ad una prima lettura, la norma richiamata sembri suggerire che l'omessa informativa sui conflitti di interesse pregiudichi la validità della delega e, conseguentemente, dei voti espressi dal rappresentante. Qualora tali voti siano determinanti per il raggiungimento della maggioranza, ne deriverebbe l'annullabilità della deliberazione ai sensi dell'art. 2377, comma 5, n. 2, c.c.

Tale conclusione, tuttavia, non convince appieno. La situazione di conflitto di interessi fra proponente e azionisti riguarda, infatti, il rapporto interno fra questi soggetti ed è da reputarsi, in linea generale, non direttamente lesiva di interessi salvaguardati dalla disciplina societaria. Pare quindi più corretto ritenere che la violazione della disciplina dettata dall'art. 135-*decies* del TUF non si rifletta sulla validità della deliberazione assembleare, ma consenta ai singoli soci di attivare i rimedi stabiliti dall'ordinamento, e cioè, in primo luogo, la tutela risarcitoria prevista dall'art. 143 del TUF.

V'è da chiedersi se, accanto a siffatta forma di tutela, sia ipotizzabile un rimedio invalidante che consenta a ciascun azionista di impugnare il proprio voto<sup>320</sup>,

---

<sup>320</sup> Il tema dell'autonoma rilevanza dell'invalidità del singolo voto, da far valere indipendentemente dall'impugnazione della delibera assembleare, ha ampiamente interessato la dottrina (v. già T. ASCARELLI, *L'art. 163 cod. comm. e la pratica statutaria. Vizi del voto: vizi della deliberazione: nullità e annullabilità*, in *Studi in tema di società*, Giuffrè, 1952, p. 91), sollevando numerose questioni, anche di carattere dogmatico, alle quali, in questa sede, è possibile fare solo un breve cenno. La soluzione al problema citato, poggia, infatti, sulla qualificazione dell'esercizio del voto, ossia se tale atto debba essere ricondotto alla sfera negoziale del socio, oppure sia una parte, non distinguibile individualmente, del procedimento di formazione della volontà sociale. Nel primo senso, e ritenendo, quindi, rilevanti i vizi del singolo voto, v., pur con varietà d'accenti, P. TRIMARCHI, *Invalidità delle deliberazioni di assemblea delle società per azioni*, Giuffrè, 1958, p. 126 e ss.; P. GRECO, *Le società, nel sistema legislativo italiano*, Giappichelli, 1959, p. 259-260; G. SENA, *Il voto nella assemblea della società per azioni*, Giuffrè, 1961, p. 413 e ss.; F. FERRARA JR., F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*<sup>14</sup>, Giuffrè, 2009, p. 532-533; R. SACCHI, *supra*, nota 70, p. 448 e ss. In giurisprudenza, v. Cass. n. 2743/1974 in AA. Vv., *Casi e materiali di diritto commerciale*, Società per azioni, vol. I., Giuffrè, 1974, p. 521 e ss. In senso contrario, ed escludendo l'impugnabilità del singolo voto, v. G. FERRI, *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano* diretto da Vassalli, vol. X, tomo 3, Utet, 1987, p. 650 e ss.; S. GATTI,

se viziato, al fine, ad esempio, di vedersi riconosciuto il diritto di recesso, oppure il diritto a impugnare (per un diverso motivo) la deliberazione. In tal senso, l'applicabilità del rimedio specifico previsto dall'art. 1394 c.c. pare piuttosto incerta, non tanto per la difficoltà di dimostrare la conoscibilità in capo alla società del conflitto tra promotore e azionista<sup>321</sup>, quanto per la circostanza che quest'ultimo, aderendo alla sollecitazione, fa proprie le proposte di voto del promotore al quale, salvo alcune ipotesi particolari, non residua un margine di discrezionalità. Tale predeterminazione del contenuto del voto delegato rende inoperante la norma richiamata<sup>322</sup>.

#### 6.1 (Segue) la necessità che siano fornite specifiche istruzioni di voto al promotore

Occorre ora esaminare come il secondo principio sancito dall'art. 135-*decies*, comma 1, del TUF, ossia che siano fornite specifiche indicazioni di voto al delegato

*supra*, nota 70, p. 149-150. Quest'ultimo Autore esplicitamente esclude l'applicabilità dell'art. 1394 c.c. per sancire l'invalidità del singolo voto.

Accolta la tesi che ammette l'autonoma rilevanza dei vizi del singolo voto, si pone la questione degli effetti che tali vizi possono avere sul piano dei rimedi, in termini sia di individuazione dei soggetti legittimati a far valere i citati vizi, che di determinazione della loro incidenza sulla validità della deliberazione. Sul punto si confrontano due tesi: da un lato coloro che ritengono che la legittimazione a far valere l'invalidità del voto spetti all'azionista titolare del diritto e, solo nell'ipotesi in cui tale azione sia validamente esercitata dal socio il cui voto è stato determinante ai fini della deliberazione, la stessa deliberazione si può ritenere annullabile *ex art.* 2377 c.c. da parte di tutti i soggetti legittimati. In questo senso v. P. TRIMARCHI, *op. ult. cit.*, p. 127 e ss.; F. FERRARA JR., F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*<sup>12</sup>, Giuffrè, 2001, p. 500 (nelle successive versioni, gli Autori tuttavia non ribadiscono il punto). Dall'altro lato vi è chi ritiene che il vizio del voto determinante possa essere fatto valere in ogni caso da tutti i legittimati all'impugnazione della deliberazione (v. per tutti, R. SACCHI, *op. ult. cit.*, p. 457 ove ulteriori riferimenti).

<sup>321</sup> S. GATTI, *supra*, nota 70, p. 149. Propende anch'egli per l'inapplicabilità dell'art. 1394 c.c., ma sulla base di diverse considerazioni, R. SACCHI, *supra*, nota 70, p. 443. A favore, invece, dell'applicabilità della norma in parola O. CAPOLINO, *Commento sub art. 143*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Cedam, 1998, p. 1305.

<sup>322</sup> In questi termini v. G. PALMIERI, *Commento sub art. 137*, in *Testo unico della finanza*, commentario diretto da Campobasso, vol. II, Utet, 2002, p. 1130-1131.

che versi in una situazione di conflitto di interessi, trovi attuazione nello schema della sollecitazione di deleghe.

In merito, rileva innanzitutto l'art. 142, comma 1, del TUF, che prevede che la delega conferita dal soggetto sollecitato contenga, appunto, le istruzioni di voto. Non v'è dubbio che possano ritenersi delle vere e proprie istruzioni i voti eventualmente espressi per le materie all'ordine del giorno non oggetto di sollecitazione (art. 138, comma 3, del Regolamento Emittenti). A medesima conclusione si giunge anche nel caso in cui il promotore decida di esercitare il voto delegatogli, anche se non conforme alle proprie proposte, secondo lo schema della c.d. *two way proxy* (art. 138, comma 2, del Regolamento Emittenti)<sup>323</sup>.

Ci si è chiesti se il termine "*istruzioni*" sia del tutto appropriato qualora lo schema seguito dal promotore sia quello della *one-way proxy*, in cui, a differenza delle ipotesi sopra menzionate, i soggetti sollecitati non impartiscono direttive vincolanti, ma si limitano ad aderire o meno alle proposte di voto del promotore<sup>324</sup>.

Ai fini che qui interessano la rilevanza della questione sfuma, posto che, come è stato correttamente sottolineato, quantunque le proposte di voto siano formulate dal promotore, l'adesione ad esse costituisce una "*predeterminazione volitiva*" del voto<sup>325</sup> da parte del soggetto sollecitato. Risulta pertanto salvaguardata l'esigenza che non vengano lasciati margini di discrezionalità al promotore in conflitto di interessi.

---

<sup>323</sup> V. *infra*, cap. IV, par. 5.

<sup>324</sup> V. A. CANEPARI, *Commento sub art. 142*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, a cura di Marchetti e Bianchi, Giuffrè, 1999, p. 1427; G. PALMIERI, *Commento sub art. 142* in *Testo unico della finanza*, commentario diretto da Campobasso, vol. II, Utet, 2002, p. 1158.

<sup>325</sup> Così P. SFAMENI, *Commento sub art. 143*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, a cura di Marchetti e Bianchi, Giuffrè, 1999, p. 1490. Secondo l'Autore, l'adesione alle proposte del promotore non costituisce un'istruzione in senso tecnico ai sensi dell'art. 1711, comma 2, c.c.

Va tuttavia considerato che, secondo la disciplina dettata dal Regolamento Emittenti, il promotore può essere autorizzato dal delegante a votare in maniera difforme da quella proposta qualora si verificano nuove circostanze di rilievo<sup>326</sup>, ovvero in caso di modifiche o integrazioni delle proposte di deliberazione sottoposte all'assemblea<sup>327</sup>. In tali ipotesi al promotore è attribuito un significativo potere discrezionale nell'orientamento del voto<sup>328</sup>, che, sebbene origini da un atto autorizzativo del delegante, si pone in contrasto con il richiamato principio dell'art. 135-*decies* del TUF, tanto da far dubitare della legittimità delle disposizioni regolamentari.

In particolare, l'autorizzazione a discostarsi dalle indicazioni ricevute nel caso di integrazioni o modifiche alle delibere proposte costituisce di fatto una delega priva di istruzioni di voto. Il mutamento del contenuto della proposta di delibera, infatti, rende prive di significato le istruzioni impartite con il modulo di delega, sicché il delegato è libero di determinare come meglio crede il voto<sup>329</sup>. Del resto, ciò è chiarito dallo stesso Regolamento Emittenti che all'art. 138, comma 5, impone al promotore

---

<sup>326</sup> V. art. 137, comma 3, Regolamento Emittenti, che prevede che “[i]l promotore, diverso dalla società emittente, informa che, ove espressamente autorizzato dal soggetto sollecitato, nel caso in cui si verificano circostanze di rilievo, ignote all'atto del rilascio della delega e che non possono essere a questi comunicate, tali da far ragionevolmente ritenere che lo stesso, se le avesse conosciute, avrebbe dato la sua approvazione, il voto potrà essere esercitato in modo difforme da quello proposto”.

<sup>327</sup> V. art. 138, comma 4, del Regolamento Emittenti. Si noti l'autorizzazione all'esercizio dello *jus variandi* per il caso di modifiche o integrazioni delle proposte di deliberazione è prevista solo per le deliberazioni escluse dal perimetro della sollecitazione, mentre non sembra possibile per quelle che formano oggetto di sollecitazione.

<sup>328</sup> V. F. PLATANIA, *Contratto di raccolta di deleghe*, in *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale – Il diritto privato nella giurisprudenza*, a cura di Cendon, vol. XXII, Utet, 2004, p. 544.

<sup>329</sup> La circostanza che la fattispecie esaminata nel testo potesse essere considerata una “delega in bianco”, evidentemente con riguardo ai contenuti e non all'identità del delegato, era stata posta in luce da D. RUFINI, *Commento sub art. 142*, NLCC, 2001, p. 194. Si badi che la disciplina precedente, alla quale si riferisce l'Autore, prevedeva un grado di discrezionalità del delegato significativamente inferiore rispetto alla disciplina attuale, in quanto, con riferimento all'ipotesi di modifica o integrazione delle proposte sottoposte all'assemblea, non era prevista la possibilità di autorizzare il delegato a votare in modo difforme dalle indicazioni ricevute, bensì era data al delegante esclusivamente l'alternativa fra l'astensione, il voto contrario o l'adesione alle proposte espresse dal consiglio di amministrazione o da altro azionista.

di dichiarare in assemblea "il numero di voti espressi in modo difforme dalle istruzioni ricevute ovvero, nel caso di integrazioni delle proposte di deliberazione sottoposte all'assemblea, espressi in assenza di istruzioni".

Né pare sostenibile che la stessa autorizzazione al voto difforme, per gli ampi margini di indeterminatezza che contiene, possa essere considerata un'istruzione nei termini di cui all'art. 135-*decies* del TUF, posto che tale norma, riprendendo testualmente il dettato della direttiva 2007/36/CE, fa riferimento a "*precise istruzioni di voto*", imponendo, quindi, la predeterminazione del voto espresso dal rappresentante in conflitto di interessi.

Sarebbe stato, pertanto, più opportuno escludere la possibilità di esercizio dello *jus variandi* nei casi di conflitto di interessi del promotore della sollecitazione<sup>330</sup>. Un chiaro indizio testuale in tal senso si ricava dalla lettura dell'art. 135-*undecies*, comma 5, del TUF che, con riferimento al rappresentante designato dalla società, delega alla Consob la previsione di una disciplina del voto difforme solo qualora tale rappresentante non si trovi in una situazione di conflitto di interessi<sup>331</sup>.

## **7. Il problema del conflitto di interessi fra i soggetti deleganti e la società e fra il promotore e la società**

Come già rilevato, le problematiche relative agli interessi in conflitto assumono rilievo, oltre che nell'ambito del rapporto interno fra soggetti sollecitati e promotore,

---

<sup>330</sup> Tale esclusione è prevista solo per il caso in cui la sollecitazione sia promossa dalla società emittente. V. *infra*, par. 9.

<sup>331</sup> Anche a conferma di quanto sostenuto nel testo circa l'assenza di istruzioni di voto nel caso in cui il delegato sia autorizzato a votare a fronte di modifiche o integrazioni delle proposte di delibera, v. CONSOB, *Recepimento della direttiva 2007/36/CE ("SHRD") relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate. Esiti della consultazione*, 24 dicembre 2010, disponibile su: [http://www.consob.it/main/aree/novita/recepimento\\_dir\\_2007\\_36\\_esiti.htm](http://www.consob.it/main/aree/novita/recepimento_dir_2007_36_esiti.htm), p. 36, ove la Commissione osserva: "[S]i è ritenuto di chiarire che anche nell'ipotesi di modifica o integrazione dell'ordine del giorno il rappresentante designato dalla società possa essere autorizzato a votare, pur in assenza di istruzioni di voto, solo qualora non sussistano conflitti d'interessi rilevanti ai sensi dell'articolo 135-*decies* del TUF. Ciò anche in conformità alla delega prevista nell'art. 135-*undecies*, comma 5, TUF".

anche con riguardo alla relazione che lega gli azionisti deleganti e il promotore alla società; a tal proposito si pone la questione circa i termini di applicabilità della disciplina dettata dall'art. 2373 c.c. relativamente al conflitto di interessi del socio.

Tale disposizione trova certamente applicazione nel caso in cui un azionista che versi in conflitto di interessi con la società aderisca ad una sollecitazione di deleghe (si pensi, ad esempio, al socio-amministratore che conferisca la propria delega in relazione alla delibera sui compensi degli amministratori)<sup>332</sup>. Non si può, infatti, ammettere che la portata precettiva della norma richiamata venga neutralizzata dal semplice esercizio del voto a mezzo di un rappresentante. In questo caso, ai fini della prova di resistenza prevista dall'art. 2373 c.c., vanno computati esclusivamente i voti espressi per conto dell'azionista in conflitto di interessi<sup>333</sup>.

Foriera di risposte assai meno certe è, invece, l'analisi della fattispecie in cui sia il promotore ad avere un interesse in conflitto con quello della società; fattispecie che, a quanto consta, non ha formato oggetto di una compiuta riflessione dottrinale e, pertanto, è meritevole di approfondimento.

È opportuno innanzitutto sottolineare che l'ipotesi qui presa in considerazione è diversa da quella relativa al conflitto fra l'interesse del promotore e quello dei soggetti sollecitati. Infatti, senza volersi addentrare, in questa sede, nell'analisi della

---

<sup>332</sup> La rilevanza del conflitto di interessi fra il titolare del diritto di voto e la società anche qualora il primo eserciti il voto per mezzo del rappresentante è ritenuta pacifica in dottrina. Con riferimento all'ipotesi di rappresentanza assembleare volontaria *ex art. 2372 c.c.*, v., fra gli altri, G. FERRI, *La delega all'esercizio del voto*, Dir. fall., 1975, 361 e ss., p. 370; G. SBISA, *Commento sub art. 2372*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja Branca*, a cura di Galgano, Zanichelli, 1997, p. 692; V. SALAFIA, *Intervento in assemblea del procuratore del socio*, Le Società, 1987, 579 e ss., p. 582; R. SACCHI, *supra*, nota 70, p. 442; S. GATTI, *supra*, nota 70, p. 69, ove ulteriori riferimenti. Con riguardo alla rappresentanza conferita nell'ambito di una sollecitazione di deleghe, v. G. PALMIERI, *supra*, nota 322, p. 1131; G. PELLEGRINO, *supra*, nota 78, p. 107; M. BIANCA, *supra*, nota 70, p. 304.

<sup>333</sup> V. gli Autori citati alla nota precedente.

differenza fra interesse sociale e interesse dei soci o di alcuni di essi<sup>334</sup>, è evidente che, accanto ad un'area di sovrapposizione fra le due fattispecie, in cui, cioè, il conflitto che sussiste sul piano individuale fra il promotore e i soggetti sollecitati rileva anche in rapporto all'interesse sociale, si possono individuare ipotesi in cui il promotore versi in una situazione di conflitto di interessi con i soci, o con alcuni di essi, ma non con la società, e vice versa. Si pensi, ad esempio, al caso in cui il promotore richieda il conferimento di deleghe proponendo di esercitare il voto in senso favorevole alla propria elezione ad amministratore: il promotore sarebbe portatore di un interesse proprio, potenzialmente rilevante ai fini dell'art. 135-*decies* del TUF<sup>335</sup>, ma non automaticamente confliggente con quello della società<sup>336</sup> e, quindi, non suscettibile di censura ai sensi dell'art. 2373 c.c.

Venendo ad esaminare l'applicazione della norma da ultimo citata alla fattispecie qui in discussione, si osserva come l'obbligo di *disclosure* circa i conflitti di interesse con l'emittente<sup>337</sup>, il cui rispetto incide sulla validità della sollecitazione, lascia impregiudicata la rilevanza di tale conflitto sotto il diverso profilo della legittimità della deliberazione assembleare<sup>338</sup>. In proposito, se non può revocarsi in dubbio che l'art. 2373 c.c. trovi applicazione anche allorché il voto sia esercitato da persona diversa dal socio<sup>339</sup>, occorre chiedersi se e in che misura la situazione di

---

<sup>334</sup> Per un affresco delle posizioni della dottrina italiana, v. i contributi raccolti in AA. VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. Atti del convegno in ricordo di P.G Jaeger*, Giuffrè, 2010.

<sup>335</sup> Ove il promotore fosse uno dei soggetti indicati nel comma 2 dell'art. 135-*decies*, il conflitto con i titolari del diritto di voto sarebbe presunto.

<sup>336</sup> V. Trib. Milano, 6 febbraio 1992, *Giur. comm.*, 1993, II, p. 416.

<sup>337</sup> V. Sezione II.8 dell'allegato 5 al Regolamento Emittenti che richiede la specificazione dell'oggetto e della portata del conflitto.

<sup>338</sup> V. L. SCHIUMA, *supra*, nota 82, p. 154.

<sup>339</sup> V. già S. GATTI, *supra*, nota 70, p. 70 e ss; G. FERRI, *supra*, nota 332, p. 370-371. Qualsiasi dubbio è peraltro fugato dal testo dell'art. 2373 c.c. che, a seguito del recepimento della direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti, non fa più riferimento al conflitto di interesse dei "*soci*", bensì di "*coloro*" che esprimono il voto. Tale modifica è volta, in primo luogo, ad estendere la disciplina in parola alle ipotesi

conflitto in cui versi il promotore valga a ritenere computabili ai fini della prova di resistenza prevista dalla richiamata disposizione i voti da questi esercitati in virtù delle deleghe raccolte.

Emerge, in relazione a tale questione, una delle ambivalenze della sollecitazione di deleghe cui si è fatto cenno in precedenza<sup>340</sup>. La soluzione, in un senso o nell'altro, non può non essere articolata prendendo in considerazione le due anime dell'istituto, che, da un lato, facilita la partecipazione degli azionisti alla vita societaria e, dall'altro, costituisce un potente strumento utilizzabile dal promotore per coagulare il consenso ed intervenire incisivamente in assemblea.

A tale stregua, la risposta al quesito è senz'altro affermativa nel caso in cui il promotore eserciti lo *jus variandi* ad esso attribuibile da parte dei deleganti<sup>341</sup>. Il margine di discrezionalità di cui il primo gode in questa ipotesi, infatti, consente di ritenere rilevante la sua posizione conflittuale nella formazione della volontà sociale estrinsecata nella deliberazione assembleare.

Per la medesima ragione, in senso opposto, si deve ritenere che non siano computabili ai fini del citato art. 2373 c.c. i voti delegati relativi alle deliberazioni non oggetto di sollecitazione, in quanto in tal caso il promotore si limita ad esercitare il voto secondo le indicazioni fornitegli dal delegante, senza influenzarne né indirizzarne la determinazione. Prevala, in questo caso, la dimensione partecipativa

in cui, per effetto della scissione fra legittimazione al voto e titolarità delle azioni, accentuata dal regime della *record date*, il voto sia espresso da un soggetto legittimato ma non più socio, avendo alienato le azioni successivamente alla *record date*; ciò, ovviamente, nell'ipotesi in cui tale soggetto abbia votato in funzione di un interesse confliggente con quello sociale. In argomento, V. E. PEDERZINI, *Commento sub art. 2373*, NLCC, 2011, p. 541 e ss.; M. MAUGERI, *Record date e 'nuova' inscindibilità della partecipazione azionaria*, Riv. dir. comm., 2011, p. 144 e ss. e nota 100; A. GAMBINO, *Nuove prospettive del conflitto di interessi assembleare nelle società per azioni*, Riv. dir. comm., 2011, p. 379 e ss. L'ampia formulazione è inoltre idonea a comprendere, più in generale, tutte le "*ipotesi in cui il diritto di voto viene esercitato da un soggetto diverso dal titolare dell'azione*" (N. ABRIANI ET AL., *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, IV, Cedam, 2010, p. 509).

<sup>340</sup> V. *supra*, cap. I, par. 5.

<sup>341</sup> V. *supra*, par. 6.1 in questo capitolo.

della sollecitazione, e nessun rilievo può essere attribuito al conflitto di interessi del promotore verso la società, che assume il carattere di una circostanza per così dire accidentale, atteso che lo stesso promotore, la cui posizione è qui assimilabile a quella del *nuncius*, non interferisce in alcun modo con il procedimento di formazione della volontà sociale.

Più complessa è la definizione della questione che ci occupa con riguardo alle deliberazioni per le quali il conferimento della delega è sollecitato dal promotore.

In questo caso il delegante, debitamente informato circa le proposte oggetto di sollecitazione e consapevole della situazione di conflitto in cui versa il promotore, nel conferire la delega fa proprie le proposte di quest'ultimo e ne predetermina l'esercizio del voto. L'imputazione della formazione del voto alla volontà del delegante e l'assenza di discrezionalità in capo al delegato circa l'esercizio del voto<sup>342</sup> consentono di configurare un'ipotesi di determinazione extrassembleare del voto in capo al primo<sup>343</sup>.

Portando oltre questo ragionamento e accogliendo la tesi che vede nella sollecitazione di deleghe un'articolazione del procedimento assembleare non più ridotto al solo momento collegiale<sup>344</sup>, si potrebbe concludere che i voti esercitati in virtù delle deleghe ricevute dal promotore in conflitto di interessi con la società non vadano computati ai fini della prova di resistenza<sup>345</sup>. Tali voti, infatti, espressi in un momento precedente all'assemblea, nel rispetto di una disciplina che legittima

---

<sup>342</sup> V. SALAFIA, *supra*, nota 332, p. 583, con riferimento alla delega volontaria *ex art. 2372 c.c.*, correttamente ritiene che, nel caso in cui la posizione di conflitto riguardi il rappresentante ma non il rappresentato, essa rilevi ai fini dell'art. 2373 c.c. solo qualora quest'ultimo non abbia vincolato il rappresentante, impartendo rigorose istruzioni per il voto.

<sup>343</sup> V. S. ROSSI, *supra*, nota 63, p. 39.

<sup>344</sup> V. G. PELLEGRINO, *supra*, nota 78, p. 37 e ss.

<sup>345</sup> Con specifico riguardo alla sollecitazione condotta da un amministratore in conflitto, L. SCHIUMA, *supra*, nota 82, p. 155 osserva che "*il socio amministratore non disporrebbe in assemblea, nemmeno indirettamente dei voti ottenuti per delega, con l'effetto che tali voti non si computerebbero ai fini della prova di resistenza ai sensi dell'art. 2373, primo comma*".

siffatta manifestazione preassembleare del voto, sono riconducibili alla determinazione volitiva di soggetti – i deleganti – estranei al menzionato conflitto.

Questa conclusione, pur non errata da un punto di vista concettuale, appare insoddisfacente in quanto apre le porte a possibili abusi da parte del promotore, non sanzionati sul piano reale.

Il ragionamento che precede omette di considerare adeguatamente la circostanza che la sollecitazione di deleghe, lungi dall'aver una mera funzione di rappresentanza per gli azionisti, costituisce uno strumento di rafforzamento della posizione del promotore<sup>346</sup>. Ciò è tanto più vero ove si consideri che la sollecitazione è tipicamente indirizzata agli azionisti "minimi", i quali, come si è visto analizzando i problemi connessi alla *shareholders rational apathy*, anettono scarso valore al voto, e, soprattutto, ove si ammetta, come mi sembra corretto, che il promotore possa offrire un compenso per il rilascio delle deleghe. Peraltro, il fatto che il promotore indirizzi la manifestazione del voto da parte dei soggetti sollecitati, se non vale a imputare alla sua volontà la formazione del voto stesso, non può ritenersi irrilevante allorché si considerino gli effetti che i voti così espressi congiuntamente producono.

Nell'ambito del procedimento di formazione della volontà sociale occorre, dunque, dare valore alla posizione di potere ottenuta dal promotore in virtù delle deleghe di voto accumulate e orientate nel contenuto in senso conforme ai propri interessi<sup>347</sup>. Qualora tali interessi siano contrastanti con quello della società, la posizione espressa dal promotore andrà considerata unitariamente. Pertanto, al fine

---

<sup>346</sup> Tale aspetto è in parte attenuato nell'ipotesi di *two-way proxy* (v. *infra*, cap. IV, par. 5).

<sup>347</sup> Per una ricostruzione della disciplina che attribuisce rilevanza unitaria alla posizione del promotore della sollecitazione al fine di configurare in capo allo stesso una responsabilità per l'espressione dei voti delegati in danno alla società o ai soci, v. P. SFAMENI, *supra*, nota 325, p. 1492 e ss. Per una valorizzazione della posizione unitaria del delegato, v. il caso tedesco *Girmes-Effekten-Spiegel* (*Bundersgerichtshof*, 20 marzo 1995), relativo alla mancata adozione da parte di una società della delibera finalizzata al suo risanamento, causata dal voto di un soggetto non socio che aveva raccolto un significativo numero di deleghe da parte dei soci di minoranza; v. M. MAUGERI, *supra*, nota 339, p. 155, nota 123, ove ulteriori riferimenti.

di valutare se la deliberazione sia viziata per l'interferenza determinante dell'interesse conflittuale di cui è portatore il promotore, andranno considerati tutti i voti dallo stesso esercitati in virtù delle deleghe sollecitate<sup>348</sup>.

## **8. La possibilità che la sollecitazione sia promossa in proprio dai componenti degli organi di amministrazione e controllo della società**

Nella prospettiva tracciata dalla riforma, scomparsa la necessaria appartenenza del committente alla compagine sociale, chiunque abbia interesse può rendersi promotore di una sollecitazione. Tale significativa apertura incide in maniera rilevante sulla natura dell'istituto, dischiudendo nuove prospettive che lo avvicinano significativamente, almeno sulla carta, alla *proxy solicitation* americana e che pongono sotto una rinnovata luce talune questioni già lambite in passato dalla riflessione dottrinale. Vengono in considerazione, da un lato, la possibilità che la sollecitazione sia promossa in proprio da amministratori, sindaci o dipendenti della società emittente e, dall'altro, l'ipotesi che a rendersi promotore sia la stessa società emittente o una sua controllata.

Sulla legittimità della prima ipotesi, invero, non sussistevano dubbi già nel vigore della disciplina precedente<sup>349</sup>. Infatti, la deroga all'art. 2372 c.c. contenuta nell'art. 137 del TUF consentiva di ritenere che i citati soggetti, ove in possesso della

---

<sup>348</sup> In questo senso, argomentando sulla base dell'assunto secondo cui il socio delegante "*nel conferire la delega viene a condividere l'interesse confliggente di cui è portatore il committente*", G. PELLEGRINO, *supra*, nota 78, p. 107.

<sup>349</sup> V. M. DRAGHI, *supra*, nota 313, p. 209; R. SACCHI, *supra*, nota 87, p. 388; F. GHEZZI, *supra*, nota, 71, p. 1265 e ss.; E. PAGNONI, S. PROVIDENTI, *supra*, nota 268, p. 745; G. PRESTI, *supra*, nota 65, p. 46; G. MEO, *supra*, nota 289, p. 127. Pur non contestando tale conclusione, in senso critico si esprime F. DI SABATO, *supra*, nota, 87, che considera la scelta legislativa inidonea a tutelare le minoranze, in quanto volta a stabilizzare il controllo. In senso contrario a quanto affermato nel testo, ritenendo applicabile il divieto previsto dall'art. 2372, comma 4, c.c. nella versione previgente, v. G. PELLEGRINO, *supra*, nota 78, p. 70; M.C. CARDARELLI, *supra*, nota 290, p. 917.

partecipazione qualificata richiesta, ben potessero organizzare una sollecitazione, facendosi carico delle relative spese<sup>350</sup>.

Quello delle spese costituisce uno degli aspetti delicati della fattispecie in esame. È, infatti, necessario evitare che i costi della sollecitazione siano di fatto sopportati da soggetti terzi e, in particolare, dalla società. In questo senso, la concessione di finanziamenti da parte della società emittente deve ritenersi illegittima in quanto costituirebbe una violazione dei principi che regolano la sollecitazione da parte della stessa società, sui quali si tornerà tra breve. Benché non vietata, deve nondimeno essere guardata con sfavore anche la concessione di finanziamenti da parte di soci, che finirebbe per esasperare una situazione di conflitto di interesse già immanente nella sollecitazione promossa da soggetti interni alla società<sup>351</sup>; in merito sarà opportuna un'attenta opera di vigilanza da parte della Consob.

È evidente, poi, che gli amministratori, controllando il procedimento di convocazione dell'assemblea e l'ordine del giorno, e avendo un accesso agevole e penetrante alle informazioni della società, si trovano in una posizione di indubbio vantaggio rispetto agli altri potenziali promotori.

Il primo presidio contro eventuali abusi è costituito dall'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori. In proposito occorre sottolineare che, nell'ipotesi in esame, la sollecitazione di deleghe verrebbe promossa da un singolo amministratore (o da più amministratori congiuntamente) in proprio e non in quanto rappresentante della società<sup>352</sup>. Gli atti di esecuzione della sollecitazione, pertanto,

---

<sup>350</sup> V. gli Autori citati nella prima parte della nota precedente. Il punto è ora ribadito dalla CONSOB, *supra*, nota 331, p. 46.

<sup>351</sup> Come detto, infatti, la sollecitazione ad opera di membri degli organi di amministrazione e controllo, dipendenti, revisori della società emittente o di altre società del gruppo, configura un'ipotesi presunta di conflitto di interessi con tra promotore e deleganti. V. *supra*, nota 315.

<sup>352</sup> In questo senso si deve escludere che l'ipotesi di sollecitazione a cui si fa riferimento nel testo possa essere oggetto di delibera del consiglio di amministrazione.

esulano dall'attività gestoria e sono quindi sottratti dall'ambito di applicazione degli artt. 2392 e ss. c.c.

A conclusione diversa si perviene, invece, per gli atti compiuti dagli amministratori, nell'esercizio del loro mandato, allo scopo di avvantaggiarsi nella preparazione e nello svolgimento della sollecitazione. Si pensi, ad esempio, alla possibilità che gli essi si attribuiscono alcune spese della sollecitazione ai costi di organizzazione dell'assemblea<sup>353</sup> oppure utilizzino a proprio vantaggio le informazioni relative all'identità degli azionisti di cui dispone la società. Per questi atti gli amministratori si esporrebbero a responsabilità.

In secondo luogo, la circostanza che uno o più amministratori intendano promuovere una sollecitazione in proprio, potrebbe determinare l'insorgenza in capo ai medesimi di una situazione di conflitto di interessi in relazione a talune delibere del consiglio di amministrazione preparatorie dell'assemblea, determinando così l'applicazione della disciplina prevista dall'art. 2391 c.c.

Il tema degli interessi in conflitto assume maggior rilievo nella prospettiva assembleare con riguardo all'esercizio del voto da parte dell'amministratore-promotore, posto che lo stesso ben potrebbe essere portatore, per conto proprio oppure del socio di controllo a cui è legato (e che, in ipotesi, appoggia la sollecitazione), di interessi confliggenti con quello sociale. In tali ipotesi, seguendo la linea interpretativa tracciata nel paragrafo precedente, troverà applicazione la disciplina di cui all'art. 2373 c.c.<sup>354</sup>, computandosi, ai fini della prova di resistenza, i voti esercitati dall'amministratore in virtù delle deleghe raccolte.

---

<sup>353</sup> V. P.G. JAEGER, *supra*, nota 86, p. 102.

<sup>354</sup> Con riguardo alla fattispecie esaminata nel testo si apprezzano i risultati che l'applicazione dell'art. 2373 c.c., secondo l'interpretazione proposta nel paragrafo precedente, offre in termini di maggior tutela. Infatti, ben potendo la sollecitazione essere promossa da un amministratore che non appartenga alla compagine sociale, un'interpretazione che escludesse la computabilità dei voti delegati ai fini della prova di resistenza prevista dall'art. 2373 c.c., oblitererebbe la norma medesima e, in particolare, il divieto previsto dal secondo comma. Siffatta interpretazione condurrebbe a risultati non

## 9. La possibilità che la sollecitazione sia promossa dalla società emittente o da una sua controllata

La questione relativa alla promozione di una sollecitazione da parte della società relativamente alla propria assemblea aveva formato oggetto di discussione già nel dibattito che aveva preceduto l'emanazione del TUF. La soluzione possibilista, che aveva preso corpo nella proposta unificata di riforma presentata nella XII legislatura<sup>355</sup>, non era stata recepita nella versione definitiva del TUF, che, pur non prendendo posizione esplicita al riguardo, secondo l'orientamento interpretativo dominante pareva escludere che la società emittente potesse assumere il ruolo di promotore.

A sostegno di tale interpretazione la dottrina aveva portato argomentazioni di carattere letterale e sistematico che facevano riferimento alla disciplina delle azioni proprie di cui all'art. 2357-*ter* c.c.

Sotto il primo profilo, si era osservato che, in forza della sospensione del diritto di voto per le azioni proprie prevista dal secondo comma della disposizione citata, la società non poteva soddisfare il requisito del possesso qualificato di azioni che consentissero il voto in assemblea, richiesto dall'art. 139 del TUF quale condizione legittimante per il committente<sup>356</sup>.

Il rilievo di ordine sistematico muoveva dalla *ratio* della sospensione del diritto di voto per le azioni proprie. Si sottolineava che, se scopo di tale sospensione è evitare che gli amministratori possano influire sulle determinazioni assembleari facendo leva sulle risorse della società (e, quindi, in ultima analisi, dei soci), si

---

dissimili anche qualora l'amministratore-promotore sia allo stesso tempo socio dell'emittente, in quanto verrebbero computati esclusivamente i voti esercitati in proprio dallo stesso amministratore.

<sup>355</sup> La proposta (art. 2, comma 5, del testo unificato presentato in Parlamento) prevedeva che la società emittente potesse promuovere una sollecitazione in relazione alla propria assemblea, con l'esclusione delle delibere di nomina degli organi sociali. In senso favorevole si era espressa anche ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *supra*, nota 287 (V. R. SACCHI, *supra*, nota 87, p. 387).

<sup>356</sup> V. R. SACCHI, *supra*, nota 87, p. 388; F. GHEZZI, *supra*, nota, 71, p. 1267, ove ulteriori indicazioni bibliografiche.

doveva escludere la possibilità che gli stessi amministratori pervenissero al medesimo risultato attraverso una sollecitazione di deleghe le cui spese fossero poste a carico della società.

Inoltre, veniva messo in evidenza il rischio che la società divenisse "*strumento di sollecitazione mediato da parte del capitale di controllo*"<sup>357</sup>, potendo quest'ultimo gestire la sollecitazione facendo gravare le spese sulla società, alterando così il principio di parità di trattamento tra *insurgents* e *incumbents*<sup>358</sup>.

In senso contrario si era espresso un illustre Autore<sup>359</sup>, che non ravvisava, nel nostro ordinamento, l'esistenza di un principio di parità di trattamento tra *incumbents* e *insurgents*, bensì esclusivamente il dovere della società di trattare ugualmente gli azionisti nelle medesime condizioni. L'Autore rigettava altresì l'argomento basato sull'*eadem ratio* del divieto di voto per le azioni proprie, reputando eccessivamente rigida e ingiustificata l'automatica estensione di tale divieto all'ipotesi di sollecitazione da parte dell'emittente e ritenendo che l'ordinamento già offrisse gli strumenti per la repressione di un uso distorto della sollecitazione. E così, ad avviso dell'Autore citato, una delibera del consiglio che promuova una sollecitazione nell'interesse degli amministratori "*sarebbe annullabile per conflitto di interessi ex art. 2391 c.c. ed anzi nulla per contrarietà alla disciplina imperativa espressa [...] dagli artt. 143 e 144 [del] testo unico*"<sup>360</sup>.

---

<sup>357</sup> L'espressione è di D. RUFINI, *Commento sub artt. 138-140, NLCC*, 2001, p. 174.

<sup>358</sup> V. R. SACCHI, *supra*, nota 87, p. 387; F. GHEZZI, *supra*, nota, 71, p. 1268; G. MINERVINI, *supra*, nota 268, p. 1243; S. GATTI, *supra*, nota 90, p. 1252. È bene sottolineare che la violazione della parità di trattamento tra *incumbents* e *insurgents* si verifica anche nell'ipotesi in cui, in assenza di un socio di controllo, gli amministratori effettuino una sollecitazione per conto della società, ma nel proprio interesse (si pensi, ad esempio, ad una sollecitazione volta ad autoperpetuarsi nell'incarico). Nel caso citato nel testo, in cui la sollecitazione è svolta nell'interesse del socio di controllo, si potrebbe ravvisare una violazione del principio di parità di trattamento tra i soci.

<sup>359</sup> V. A. GAMBINO, *supra*, nota 290, p. 1266 e ss.

<sup>360</sup> Così A. GAMBINO, *supra*, nota 290, p. 1268.

L'intervento di modifica del TUF in recepimento della direttiva sui diritti degli azionisti non ha portato ad un'esplicita presa di posizione del legislatore sulla questione in esame<sup>361</sup>. Tuttavia, in considerazione dello spirito di liberalizzazione della riforma e dell'abrogazione dei requisiti soggettivi per il promotore, non pare che si possano nutrire dubbi sulla possibilità che quest'ultimo ruolo sia assunto dalla società emittente.

Ciò è stato definitivamente confermato dall'Autorità di vigilanza che ha codificato tale fattispecie nel Regolamento Emittenti, dettando una disciplina specifica volta a limitare i rischi di possibili abusi. In particolare, la Consob ha previsto che la società, qualora intenda promuovere una sollecitazione di deleghe, sia sempre tenuta ad esercitare il voto delegato anche se non conforme alle proprie proposte, secondo lo schema della c.d. *two-way proxy*. Inoltre, per l'emittente-promotore è esclusa la possibilità di essere autorizzato a votare in modo difforme rispetto alle indicazioni ricevute nel caso in cui sopraggiungano fatti nuovi rilevanti, ovvero modifiche o integrazioni alle proposte di deliberazione.

Attraverso le citate previsioni, si è evidentemente cercato di enfatizzare, con riguardo alla sollecitazione operata dall'emittente, la funzione di rappresentanza degli azionisti sollecitati, piuttosto che quella di potenziamento della posizione del promotore. Aspetto questo che, nei casi, invero piuttosto rari nel panorama italiano, in cui la struttura proprietaria della società è effettivamente quella di una *public company*, risponde anche all'interesse di assicurare il raggiungimento dei *quorum*

---

<sup>361</sup> L'ABI, *Osservazioni al documento di consultazione della Consob in materia di recepimento della direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti delle società quotate (Regolamento Emittenti)*, settembre 2010, disponibile su: [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/diritti\\_azionisti\\_dir\\_2007\\_36/osservazioni.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/diritti_azionisti_dir_2007_36/osservazioni.htm), aveva infatti sottolineato il silenzio del legislatore in merito e auspicato un chiarimento da parte della Consob.

assemblarsi<sup>362</sup>, similmente a quanto si è visto con riferimento all'esperienza americana<sup>363</sup>.

Tuttavia, proprio il raffronto con la realtà d'oltreoceano porta a ridimensionare l'efficacia delle misure sopra descritte rispetto agli effetti distorsivi sul governo societario potenzialmente derivanti da una sollecitazione promossa dagli amministratori per conto della società. Negli Stati Uniti, infatti, la circostanza che la sollecitazione sia articolata secondo lo schema della *two-way proxy* non ha impedito l'emersione di problematiche connesse con l'acquisizione da parte degli amministratori di voti delegati sufficienti a garantire loro una posizione di potere e ad autoperpetuarsi nel mandato<sup>364</sup>. È infatti un dato acquisito che gli investitori *retail* ai quali è tipicamente indirizzata la sollecitazione votino in senso favorevole alle proposte del consiglio di amministrazione.

Alla luce di tale considerazione, pertanto, il rischio che la sollecitazione proposta dalla società venga utilizzata a vantaggio dei soci di controllo minoritario, non pare significativamente diminuito dall'imposizione dell'obbligo per l'emittente-promotore di votare anche in modo non conforme alle proprie proposte.

---

<sup>362</sup> Fra le prime esperienze applicative della disciplina della sollecitazione, l'unico caso in cui la società emittente ha agito in qualità di promotore è stata la sollecitazione promossa da Kerself S.p.A., relativa alla proposta di approvazione di un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione nell'ambito di un piano di salvataggio della società (v. il prospetto informativo disponibile su: [http://www.kerself.eu/db\\_img/uploaded/Prospetto%20Sollecitazione\\_Deleghe.%20Aggiornato.pdf](http://www.kerself.eu/db_img/uploaded/Prospetto%20Sollecitazione_Deleghe.%20Aggiornato.pdf)). In linea generale, i *quorum* deliberativi minimi previsti dal nostro ordinamento sono piuttosto bassi e assai difficilmente possono risultare di ostacolo alla capacità deliberativa dell'organo assembleare. Il problema della eccessiva semplificazione dei processi decisionali derivante dalla fissazione di *quorum* deliberativi bassi e gli effetti negativi che ne conseguono sulla tutela delle minoranze e, indirettamente, sulla necessità di ricorrere allo strumento della sollecitazione di deleghe è posto in luce da B. LIBONATI, *supra*, nota 102, p. 95.

<sup>363</sup> V. *supra*, cap. II, par. 1.

<sup>364</sup> Va peraltro rilevato che, nel sistema americano, la posizione di premaria del *board* non deriva esclusivamente dal suo controllo sulla *proxy solicitation* della società, ma dipende, oltre che dalla struttura dispersa dell'azionariato, anche da altre caratteristiche del diritto societario del Delaware che delineano un sistema nel complesso basato sul ruolo centrale del consiglio di amministrazione. V. *supra*, nota 33 e testo corrispondente.

Va, infine, considerato che le gli obblighi e le limitazioni di cui si è detto non sono stati estesi all'ipotesi in cui la sollecitazione sia promossa da una società controllata dall'emittente. Ipotesi questa che presenta i medesimi rischi di abuso visti con riferimento al caso dell'emittente-promotore<sup>365</sup>.

---

<sup>365</sup> Nel vigore della disciplina precedente la possibilità che la sollecitazione fosse lanciata da una società controllata dall'emittente era generalmente esclusa sulla base dei medesimi argomenti utilizzati per negare la legittimità di una sollecitazione promossa dallo stesso emittente. V. F. GHEZZI, *supra*, nota 71, p. 1267; G. PRESTI, *supra*, nota 65, p. 46; L. SCHIUMA, *supra*, nota 82, p. 162.

#### **IV. LA SOLLECITAZIONE DI DELEGHE: ESAME DELLA DISCIPLINA E OSSERVAZIONI CONCLUSIVE**

##### **1. L'avvio della procedura di sollecitazione. La comunicazione dell'iniziativa**

Come si è già avuto modo di sottolineare, anche con riferimento all'esperienza statunitense, le modalità con le quali è in concreto regolato lo svolgimento della sollecitazione di deleghe rivestono un'importanza non secondaria ai fini dell'effettivo funzionamento dell'istituto. La relativa disciplina risponde, in primo luogo, all'esigenza – particolarmente avvertita dal legislatore italiano – di contenere i rischi di un uso distorto della sollecitazione, assicurando agli azionisti sollecitati la possibilità di maturare un consapevole convincimento circa l'opportunità di conferire la rappresentanza. Accanto a tali legittime istanze di tutela, tuttavia, va considerata la necessità di prevedere un meccanismo che abbia tempi esecutivi compatibili con il ristretto arco temporale nel quale la sollecitazione deve essere svolta e che non imponga al promotore costi tali da rendere la sollecitazione un'opzione di fatto non percorribile.

Il TUF demanda alla Consob il compito di dettare le *"regole di trasparenza e correttezza per lo svolgimento della sollecitazione"*<sup>366</sup>, limitandosi a prevedere, per quanto attiene alla delicata fase relativa alla comunicazione dell'iniziativa da parte del promotore, che quest'ultimo proceda alla diffusione di un prospetto e di un modulo di delega. La procedura per lo svolgimento della sollecitazione è scandita, dunque, dall'art. 136 del Regolamento Emittenti. A seguito del recepimento della direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti, la disposizione da ultimo richiamata è stata oggetto di alcune modifiche, le quali, anche alla luce dell'insuccesso applicativo dell'istituto in esame, mirano *"ad agevolare e rendere più celere lo svolgimento della"*

---

<sup>366</sup> La delega è contenuta nell'art. 144 del TUF.

*sollecitazione*<sup>367</sup>. A fronte di tale presa di coscienza circa la necessità di coniugare la trasparenza e la correttezza richieste al promotore con le esigenze di speditezza e funzionalità della procedura<sup>368</sup>, pare opportuno verificare, attraverso un esame della disciplina, in che misura gli interventi di modifica abbiano effettivamente facilitato l'utilizzo dello strumento della sollecitazione.

Secondo quanto previsto dal citato art. 136 del Regolamento Emittenti, l'intenzione di procedere ad una sollecitazione di deleghe è comunicata dal promotore attraverso la trasmissione di un avviso all'emittente, alla Consob, alla società di gestione del mercato e alla società di gestione accentrata delle azioni. Il diretto coinvolgimento della società di gestione accentrata, a differenza di quanto previsto, ad esempio, in tema di OPA, si spiega con l'importanza del ruolo che tale soggetto assume nello svolgimento della sollecitazione di deleghe<sup>369</sup>.

L'avviso indica: (i) i dati identificativi del promotore e della società emittente le azioni per le quali viene richiesto il conferimento della delega; la data di convocazione dell'assemblea e l'elenco delle materie all'ordine del giorno; (iii) le modalità di pubblicazione del prospetto e del modulo di delega nonché il sito internet sul quale sono messi a disposizione tali documenti; (iv) la data a partire dalla quale il soggetto a cui spetta il diritto di voto può richiedere al promotore il prospetto e il

---

<sup>367</sup> V. CONSOB, *Recepimento della direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate. Documento di consultazione*, 5 agosto 2010, disponibile su: [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori\\_preparatori/consultazione\\_emittenti\\_20100805.htm?hkeywords=&docid=12&page=0&hits=116](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_emittenti_20100805.htm?hkeywords=&docid=12&page=0&hits=116), p. 12. Il documento citato fa riferimento alle modifiche apportate all'art. 134 del Regolamento Emittenti che in precedenza regolava la materia; come detto, nella versione del Regolamento Emittenti attualmente in vigore la disciplina dello svolgimento della sollecitazione è contenuta nell'art. 136.

<sup>368</sup> Tale aspetto era stato rilevato già in passato dalla dottrina. V. M. BIANCA, *supra*, nota 70, p. 263. Nell'esaminare l'evoluzione della disciplina statunitense della *proxy solicitation* si è messo in luce come la sovrapposizione di norme volte ad accrescere la tutela degli investitori avesse portato, in particolare prima della riforma del 1992, ad un sistema eccessivamente complesso e costoso, tale da scoraggiare le iniziative degli *insurgents* e da pregiudicare così l'interesse alla contendibilità del controllo che costituiva uno degli obiettivi della disciplina in parola (v. *supra*, cap. II, par. 2).

<sup>369</sup> V. *infra*, parr. 3.1 e 3.2 in questo capitolo.

modulo di delega, ovvero prenderne visione presso la società di gestione del mercato; e (v) le proposte di deliberazione per le quali il promotore intende svolgere la sollecitazione<sup>370</sup>.

Una delle principali novità introdotte dalla Consob in sede di revisione del Regolamento Emittenti concerne le modalità di diffusione dell'avviso e degli altri documenti relativi alla sollecitazione, in particolare del prospetto e del modulo di delega. In considerazione dell'avvertita esigenza di semplificazione procedurale, infatti, gli oneri pubblicitari sono stati ridotti, facendo opportuno affidamento alle potenzialità del *web*. Il sito internet dell'emittente ed eventualmente quello del promotore diventano, nella prospettiva tracciata dalle nuove norme, una finestra di comunicazione e di dialogo con gli azionisti sollecitati.

È onere dell'emittente provvedere senza indugio alla pubblicazione sul proprio sito internet dell'avviso ricevuto dal promotore. Tale modalità di comunicazione ha sostituito l'obbligo in precedenza previsto per il promotore di far pubblicare l'avviso su di un quotidiano nazionale, comportando un evidente risparmio di costi. Sempre sul sito dell'emittente, ove questi vi consenta, il promotore potrà poi pubblicare il prospetto e il modulo di delega; alternativamente tali documenti dovranno essere resi disponibili su un sito diverso che, come detto, dovrà in ogni caso essere già indicato nell'avviso di promozione della sollecitazione.

La circostanza che i documenti citati siano oggetto di diffusione tramite un mezzo – la rete internet – immediatamente accessibile per tutti gli azionisti della società consente di puntualizzare un aspetto al quale si è già fatto cenno<sup>371</sup>.

---

<sup>370</sup> L'art. 136, comma 2 del Regolamento Emittenti stabilisce il contenuto minimo dell'avviso, ma non esclude che esso possa essere integrato con informazioni ulteriori. In questo senso, nel vigore della disciplina precedente, v. M. LAMANDINI, *Commento sub art. 144*, in *Testo unico della finanza*, commentario diretto da Campobasso, vol. II, Utet, 2002, p. 1166; G. CASTALDI, *Commento sub art. 144*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Cedam, 1998, p. 1316.

<sup>371</sup> V. *supra*, cap. III, par. 3.

Benché la definizione di sollecitazione, come modificata dal D.lgs. n. 27/2010, ammetta la possibilità che il promotore si rivolga esclusivamente ad alcuni azionisti predeterminati, la normativa regolamentare impone la diffusione delle relative informazioni con modalità che necessariamente coinvolgono la generalità degli azionisti. Ne consegue, dunque, che, una volta qualificata una determinata attività come "*sollecitazione di deleghe*", la disciplina ad essa applicabile non consente al promotore di limitare la sua iniziativa ad un numero circoscritto di destinatari.

## **2. La valenza informativa della sollecitazione. Il prospetto informativo e i poteri di vigilanza attribuiti alla Consob**

La disciplina degli obblighi informativi previsti in tema di sollecitazione di deleghe fa perno sul prospetto informativo che il promotore è tenuto a diffondere contestualmente all'avvio della sollecitazione. Il contenuto di tale prospetto è dettagliatamente indicato nello schema contenuto nell'Allegato 5B al Regolamento Emittenti. Prima di passare in rassegna la struttura di tale schema, è opportuno dare conto delle modifiche apportate dalla recente riforma al procedimento di verifica del prospetto informativo da parte dell'Organo di vigilanza.

In precedenza, il citato documento e il modulo di delega dovevano essere trasmessi alla Consob<sup>372</sup>, che, entro cinque giorni lavorativi, poteva richiedere informazioni integrative e stabilire diverse modalità di diffusione del materiale. Come già rilevato, tale forma di verifica preventiva incideva in maniera determinante sui tempi già ristretti della sollecitazione, imponendo un ritardo di almeno una settimana per l'inizio delle attività.

---

<sup>372</sup> V. art. 134, comma 2 del Regolamento Emittenti in vigore precedentemente, che imponeva altresì l'invio alla Consob della documentazione attestante il possesso dei requisiti soggettivi previsti per il committente e per l'intermediario. A seguito della completa liberalizzazione dell'attività di sollecitazione di deleghe (v. *supra*, cap. III, parr. 4 e 5), il nuovo art. 136 del Regolamento Emittenti non contiene tale previsione.

Assai opportunamente, pertanto, la Consob ha modificato la norma in esame prevedendo esclusivamente un controllo *ex post* sul prospetto e sul modulo di delega. Il promotore può quindi iniziare immediatamente la sollecitazione, diffondendo i documenti citati contestualmente al loro inoltro alla Commissione. Quest'ultima conserva rilevanti poteri di intervento, consistenti, in primo luogo, nella facoltà di "*richiedere che il prospetto e il modulo di delega contengano informazioni integrative e stabilire particolari modalità di diffusione degli stessi*"<sup>373</sup>.

La formulazione della prima parte della disposizione sembrerebbe riferirsi all'ipotesi in cui, con riguardo ad una particolare sollecitazione, la Consob ritenga opportuno che il promotore fornisca ai soggetti sollecitati informazioni ulteriori rispetto a quelle richieste dallo schema di prospetto o di modulo di delega. In realtà, in una posizione necessariamente prodromica a tale eventuale richiesta si pone la verifica da parte della Consob che i documenti ricevuti siano conformi agli schemi e ai principi di chiarezza e trasparenza previsti dal Regolamento Emittenti<sup>374</sup>, compito questo che deve quindi ritenersi ricompreso nella previsione normativa.

Quanto alle modalità di diffusione del prospetto, in considerazione dell'avvertita esigenza di ridurre i costi di svolgimento della sollecitazione, appare difficile immaginare che l'Autorità di vigilanza possa imporre modalità che comportino un aggravio di spese per il promotore.

In secondo luogo, la Consob può vietare lo svolgimento della sollecitazione qualora ravvisi una violazione delle disposizioni in materia<sup>375</sup>. In tal caso il promotore dovrà dare notizia dell'interruzione della sollecitazione con le stesse modalità previste

---

<sup>373</sup> V. art. 144, comma 2 del TUF.

<sup>374</sup> V. F. GHEZZI, *Commento sub art. 144 in La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, a cura di Marchetti e Bianchi, Giuffrè, 1999, p. 1520.

<sup>375</sup> F. GHEZZI, *supra*, nota 374, p. 1523 ha correttamente sottolineato che la circostanza che l'art. 144, comma 2, lett. b del TUF si riferisca esclusivamente alla "*violazione delle disposizioni della presente sezione*" non esclude che la Consob possa esercitare il potere inibitorio qualora riscontri una violazione delle disposizioni regolamentari attuative.

per la pubblicazione del prospetto informativo, restando comunque tenuto, salvo che abbia fatto riserva contraria nel prospetto, ad esercitare il voto relativo alle azioni per le quali la delega è stata conferita prima della pubblicazione della notizia<sup>376</sup>.

Infine, il TUF attribuisce alla Consob penetranti poteri di vigilanza nei confronti del promotore. La Commissione può, infatti, richiedere a quest'ultimo che siano resi pubblici, con le modalità da essa stabilite, notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblico, provvedendo direttamente a spese del soggetto inadempiente in caso di inottemperanza.

Tale previsione, introdotta in sede di revisione finale del D.lgs. n. 27/2010<sup>377</sup>, solleva un duplice ordine di considerazioni. In primo luogo, essa va coordinata con la disposizione poc'anzi citata che attribuisce alla Consob il potere di richiedere integrazioni al prospetto, atteso che quest'ultima sembrerebbe già fornire alla Commissione un'adeguata capacità di intervento a tutela della trasparenza informativa. A tale stregua la norma qui in esame appare almeno in parte ridondante, in quanto le "*notizie necessar[e] per l'informazione al pubblico*" ben potrebbero formare oggetto di un'integrazione al prospetto. Il residuo margine di rilevanza della norma in questione va pertanto ravvisato, oltre che nell'attribuzione alla Consob del potere di imporre al promotore la pubblicazione di "*documenti*", nella facoltà della Commissione di richiedere al promotore la pubblicazione di particolari notizie (si pensi, ad esempio, alla sottoscrizione di un patto parasociale) in maniera autonoma e con modalità diverse rispetto al prospetto informativo.

In secondo luogo, la previsione citata, estendendo al promotore una disposizione dettata in materia di comunicazioni al pubblico, conferma ulteriormente

---

<sup>376</sup> V. art. 139 del Regolamento Emittenti. Sulla disciplina relativa all'interruzione della sollecitazione, v. *infra*, par. 7.1. in questo capitolo.

<sup>377</sup> V. art. 114, comma 5 del TUF, richiamato dall'art. 144, comma 2, *lett. c* del TUF. Tale richiamo non compare nel testo sottoposto al parere delle Commissioni parlamentari, trasmesso alla Presidenza del Senato il 28 ottobre 2009.

che la disciplina della sollecitazione di deleghe presuppone che l'iniziativa sollecitatoria sia rivolta agli azionisti in maniera indistinta, e ciò a dispetto della definizione di sollecitazione che, come visto, sembrerebbe suggerire la possibilità per il promotore di limitare il numero di destinatari<sup>378</sup>. Infatti, ove si optasse per quest'ultima interpretazione, sarebbe difficile individuare il significato della norma in esame.

Il richiamo all'art. 115, comma 1 contenuto nell'art. 144, comma 2, lett. *c* del TUF completa il novero dei poteri attribuiti alla Consob nell'ambito della vigilanza sul corretto svolgimento delle sollecitazioni. La Commissione può, pertanto, richiedere al promotore, ai soggetti che lo controllano o che ne sono controllati la comunicazione di documenti o notizie, assumere direttamente informazioni anche tramite l'audizione dei componenti degli organi sociali ed eseguire ispezioni.

### 2.1 *Il contenuto del prospetto informativo*

Prendendo spunto dalla disciplina statunitense, che contempla un articolato modello per la redazione del *proxy statement*, la Consob affida all'Allegato 5B del Regolamento Emittenti il compito di definire i contenuti del prospetto informativo<sup>379</sup>. Lo schema contenuto nell'allegato è piuttosto dettagliato e offre al promotore una traccia da seguire nell'elaborazione del prospetto, dando concretezza ai principi di completezza e trasparenza informativa.

Esso si compone di quattro sezioni.

La prima sezione contiene una serie di informazioni relative all'emittente e all'assemblea. In particolare, con riferimento a quest'ultima, è necessario indicare l'elenco della documentazione predisposta dall'emittente in vista dell'assemblea,

---

<sup>378</sup> V. *supra*, cap. III, par. 3.

<sup>379</sup> Per una descrizione dei contenuti del prospetto informativo nel vigore della precedente disciplina regolamentare v. M. BIANCA, *supra*, nota 70, p. 273 e ss.; F. GHEZZI, *supra*, nota 269, p. 1316 e ss.; G. CASTALDI, *supra*, nota 370, p. 1318.

precisando che tale documentazione è messa a disposizione del pubblico presso la sede sociale dello stesso emittente, sul sito internet dello stesso e con le altre modalità indicate nel Capo I, Titolo II, Parte III, del Regolamento Emittenti.

Le informazioni citate sono già disponibili per gli azionisti in quanto devono essere inserite nell'avviso di convocazione dell'assemblea<sup>380</sup>; la loro riproposizione può pertanto apparire superflua. Lo scopo della disposizione dovrebbe essere quello di ricordare la sollecitazione con l'informativa preassembleare resa dall'emittente che, a seguito delle modifiche introdotte in recepimento della direttiva sui diritti degli azionisti che hanno interessato anche questa materia, risulta oggi particolarmente ampia<sup>381</sup>.

La seconda sezione del prospetto è particolarmente importante essendo dedicata alla descrizione del promotore, del quale è richiesta innanzi tutto l'identificazione e una fotografia degli assetti proprietari. In particolare, in sede di

---

<sup>380</sup> In recepimento della direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti, è stata rivista la disciplina relativa ai termini e al contenuto dell'avviso di convocazione. Per quanto riguarda i primi (cfr. art. 5, commi 1 e 3 della direttiva), l'art. 125-*bis* del TUF, introdotto dal D.lgs. n. 27/2010, ha confermato il termine ordinario già in vigore di 30 giorni e ha previsto visto termini diversi per casi specifici: 40 giorni per l'assemblea convocata per l'elezione dei componenti degli organi di amministrazione e controllo e 21 giorni per le assemblee convocate ai sensi degli artt. 2446, 2447 e 2487 c.c. Resta in vigore il termine abbreviato di 15 giorni per l'assemblea convocata ai sensi dell'art. 104 TUF per l'adozione di misure difensive in pendenza di un'OPA. Il contenuto dell'avviso di convocazione è ora dettagliatamente indicato dal quarto comma del citato art. 125-*bis* che riproduce l'art. 5, comma 3 della direttiva. In merito non si registrano rilevanti novità, in quanto la relativa disciplina era contenuta in termini non dissimili negli artt. 76 e 84, comma 2 del Regolamento Emittenti, ora rispettivamente abrogato e modificato.

<sup>381</sup> Il D.lgs. n. 27/2010 ha "*previsto nuovi obblighi e termini per assicurare una tempestiva messa a disposizione del pubblico da parte dell'organo amministrativo di informazioni idonee a garantire una consapevole partecipazione degli azionisti all'assemblea*" (CONSOB, *supra*, nota 367, p. 5). Senza pretesa di esaminare compiutamente il risultante quadro normativo, sul quale v. N. ABRIANI, *supra*, nota 119; P. MONTALENTI, *La Direttiva azionisti e l'informazione preassembleare*, Giur. comm., 2011, p. 685 e ss.; L. CAMPUS, *Intervento e informazione nelle assemblee on line di società quotate tra legislazione nazionale e comunitaria*, RDS, 2010, p. 457 e ss., merita sottolineare che il nuovo art. 125-*ter*, comma 1 del TUF impone agli amministratori di mettere a disposizione del pubblico, "*entro il termine di pubblicazione dell'avviso di convocazione*", una relazione sulle materie all'ordine del giorno. Il comma 2 della disposizione citata fa salvi i diversi termini previsti da altre norme che sanciscono specifici obblighi di informativa preassembleare.

revisione del Regolamento Emittenti, la Consob, ha precisato che, qualora il promotore sia una persona giuridica, è necessario fornire indicazione non solo di coloro che esercitano, anche congiuntamente, il controllo su di essa, ma anche di tutti i titolari di partecipazioni rilevanti<sup>382</sup>, nonché una descrizione degli eventuali patti parasociali relativi alla società.

Le ulteriori informazioni previste nella sezione in esame sono volte a chiarire i rapporti esistenti fra il promotore e la società oggetto della sollecitazione di deleghe.

In primo luogo, va indicata l'entità della partecipazione nell'emittente detenuta dal promotore e da società appartenenti al suo gruppo. La *disclosure* relativa alla posizione del promotore non si ferma all'indicazione dei titoli detenuti dallo stesso, ma ha un contenuto più approfondito. Con le recenti modifiche, è stato infatti introdotto l'obbligo per il promotore di indicare, oltre agli eventuali diritti di usufrutto o pegno costituiti sui titoli dell'emittente e ai contratti di prestito o riporto sui medesimi titoli, anche ogni posizione finanziaria, sia in acquisto che in vendita, assunta sempre sui titoli dell'emittente tramite strumenti o contratti derivati. Come precisato dalla Consob, "*questa nuova previsione ha l'obiettivo di fornire ai soci destinatari della sollecitazione un quadro informativo completo dell'esposizione economica del promotore nei confronti dei titoli dell'emittente*"<sup>383</sup>.

In secondo luogo, deve essere fornita una descrizione delle eventuali situazioni di conflitto di interesse che il promotore abbia, direttamente o indirettamente, con l'emittente, specificandone l'oggetto e la portata. A differenza di

---

<sup>382</sup> L'indicazione dei titolari partecipazioni rilevanti è stata inserita nell'ambito delle modifiche regolamentari attuative del D.lgs. 27/2010. L'opportunità di includere tale informazione era stata in precedenza ipotizzata da M. BIANCA, *supra*, nota 70, p. 278, nota 176.

<sup>383</sup> Così CONSOB, *supra*, nota 367, p. 13. La Consob ha altresì precisato che, qualora tali informazioni subiscano variazioni significative nel corso della sollecitazione, il promotore sia tenuto a fornire i necessari aggiornamenti.

quanto previsto dalle *proxy rules* statunitensi<sup>384</sup>, la Consob si limita quindi ad un'indicazione piuttosto generica circa i contenuti della *disclosure* dei conflitti di interesse, senza dettagliare gli elementi sui quali tale informativa deve appuntarsi. Va altresì rilevato che, in esito alla recente opera di revisione regolamentare, è stato espunto il riferimento ai conflitti derivanti dai "*rapporti di gruppo o altri rapporti di affari propri o di società del gruppo*". Non è chiara la motivazione alla base di tale modifica, che potrebbe lasciar intendere che gli interessi citati non rientrino fra quelli indirettamente riconducibili al promotore.

La terza sezione è dedicata alle informazioni sull'orientamento di voto del promotore. Questi è tenuto ad indicare le specifiche proposte di deliberazione in merito alle quali sollecita il conferimento delle deleghe, ovvero, nel caso in cui non intenda formulare delle proposte ma semplicemente orientare il voto dei sollecitati, le raccomandazioni e indicazioni con le quali intende accompagnare la richiesta di conferimento della delega.

Il riferimento alle "*proposte di deliberazione*", locuzione che a seguito delle recenti modifiche regolamentari ha sostituito l'espressione "*proposte di voto*", avrebbe richiesto una maggior puntualizzazione al fine di eliminare i margini di incertezza e facilitare il coordinamento con un quadro normativo più generale che, in tema di proposte deliberative, non appare perfettamente definito<sup>385</sup>. Infatti, se da un lato è chiaramente sancito l'onere per gli amministratori di rendere disponibili preventivamente le proposte di deliberazione che gli stessi intendono sottoporre

---

<sup>384</sup> V. in particolare l'*item* 4b del Modello 14A che contiene un articolato elenco di informazioni da fornirsi nel caso di sollecitazioni di deleghe "in opposizione" (v. *supra*, nota 162) relative all'elezione o alla revoca degli amministratori.

<sup>385</sup> Sarebbe opportuno un chiarimento in relazione all'eventuale diverso significato annesso dalla Consob alle due espressioni citate nel testo, posto che la stessa Commissione le utilizza in modo fungibile (v. CONSOB, *supra*, nota 331, p. 57).

all'assemblea<sup>386</sup>, nulla si dispone in merito al diritto degli azionisti di formulare, prima dell'assemblea, proposte alternative sui punti all'ordine del giorno. La direttiva 2007/36/CE esplicitamente contempla tale diritto, prevedendo che *"le proposte di delibera presentate dagli azionisti sono rese disponibili sul sito internet non appena possibile dopo la loro ricezione da parte della società"* e consentendo agli stati membri di riservarne l'esercizio a percentuali qualificate del capitale sociale.

Nel silenzio del legislatore nazionale, che pure aveva inizialmente ipotizzato una disciplina sovrapposta a quella dell'integrazione dell'ordine del giorno (art. 126-*bis* del TUF)<sup>387</sup>, pare legittimo riconoscere a ciascun azionista la facoltà di presentare proposte in fase preassembleare<sup>388</sup>.

Tornando alla posizione del promotore, sembrerebbe che nel prospetto informativo questi possa, da un lato, formulare delle proposte di voto in senso favorevole o contrario alle proposte di deliberazione degli amministratori o di altri azionisti e, dall'altro, avanzare autonome proposte di deliberazione sui punti all'ordine del giorno. Tale conclusione, pur ragionevole nel consentire un uso maggiormente flessibile dello strumento della sollecitazione, si pone in evidente disallineamento rispetto alla disciplina in precedenza richiamata, in quanto il diritto di

---

<sup>386</sup> Cfr. l'art. 125-*bis*, comma 4, lett. c del TUF, introdotto dal D.lgs. n. 27/2010, che prevede che l'avviso di convocazione dell'assemblea contenga *"le modalità e i termini di reperibilità del testo integrale delle proposte di deliberazione, unitamente alle relazioni illustrative, e dei documenti che saranno sottoposti all'assemblea"*.

<sup>387</sup> V. MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *supra*, nota 69, p. 50.

<sup>388</sup> In questo senso v. di N. ABRIANI, *supra*, nota 119, p. 189 e ss., che esprime considerazioni critiche verso quello che definisce *"agnosticismo del legislatore italiano"*. Ritiene, invece, che il diritto di presentare proposte sia compreso nel diritto di richiedere l'integrazione dell'ordine del giorno, R. SACCHI, *supra*, nota 119, p. 530. Le prime esperienze hanno confermato l'incertezza circa la disciplina da seguire per la partecipazione degli azionisti al processo preassembleare. In relazione all'assemblea di Cape Live S.p.A. dell'11 febbraio 2011, due azionisti hanno presentato una richiesta di integrazione dell'ordine del giorno, seguendo la relativa disciplina, per inserire la proposta di determinare in cinque il numero dei membri del consiglio di amministrazione. Gli amministratori hanno accolto la richiesta, puntualizzando che essa doveva intendersi tuttavia come una proposta di deliberazione su un punto già inserito all'ordine del giorno (nomina del consiglio di amministrazione, previa determinazione del numero dei consiglieri, della durata e del compenso). V. la Relazione del consiglio di amministrazione *ex art. 125-ter* del TUF, disponibile su: [www.capelive.it](http://www.capelive.it).

formulare proposte di deliberazione verrebbe così esteso al promotore, il quale ben può essere estraneo alla compagine sociale, e non verrebbe garantita la pubblicità sul sito internet dell'emittente delle proposte dallo stesso formulate<sup>389</sup>.

Le ulteriori indicazioni che il promotore deve inserire nella terza sezione del prospetto informativo concernono le motivazioni per le quali propone l'esercizio del voto nel modo da lui indicato e la della scelta fra di accettare o meno le deleghe non conformi alle proposte avanzate (*two-way* o *one-way proxy*).

La quarta sezione, infine, contiene le informazioni sul rilascio e sulla revoca della delega, nonché sulla possibilità che il promotore, ove autorizzato dal delegato, possa, al ricorrere di determinate circostanze, esercitare la delega in modo difforme da quello proposto.

### **3. La sollecitazione "individualizzata". L'importanza del meccanismo di identificazione degli azionisti**

Come si è già rilevato, dell'intenzione di procedere ad una sollecitazione di deleghe è data notizia mediante un avviso pubblicato sul sito internet dell'emittente e la diffusione del materiale relativo avviene attraverso la pubblicazione sul sito internet indicato dal promotore. Quest'ultimo non è quindi tenuto né a informare personalmente gli azionisti dell'iniziativa<sup>390</sup>, né ad inviare loro il prospetto e il modulo di delega. Al fine di contenere i costi della procedura, la disciplina prevede, accanto ai segnalati obblighi pubblicitari per il promotore, un concorrente onere per gli azionisti di attivarsi per ottenere le informazioni necessarie, accedendo ai siti

---

<sup>389</sup> Nell'ambito delle sollecitazioni di deleghe promosse per l'assemblea di Cape Live S.p.A. citata alla nota precedente, i prospetti informativi diffusi da due promotori contenevano autonome proposte di deliberazione sul medesimo punto all'ordine del giorno relativo alla nomina del consiglio di amministrazione, previa determinazione del numero dei consiglieri, della durata e del compenso.

<sup>390</sup> V. *supra*, par. 1 in questo capitolo.

internet, oppure rivolgendosi direttamente al promotore, il quale deve in ogni caso consegnare il prospetto e il modulo di delega a chiunque ne faccia richiesta<sup>391</sup>.

Opportunamente il Regolamento Emittenti delinea una procedura con ridotti obblighi informativi che risulta assai flessibile per il promotore, il quale resta ovviamente libero di adottare delle strategie di comunicazione più penetranti ed efficaci nei confronti degli azionisti, sopportandone i relativi costi. In proposito, va sottolineato che lo schema sopra descritto, se certamente idoneo a contenere i costi per il promotore, non lo è altrettanto nel superare i problemi di apatia razionale degli azionisti e nel garantire, quindi, un'adeguata risposta alla richiesta di conferimento di deleghe.

Il successo di una sollecitazione richiede, infatti, un ruolo maggiormente proattivo del promotore, che deve stabilire un contatto diretto con gli azionisti – o almeno con gruppi rilevanti di essi – e procedere ad una diffusione capillare delle informazioni, rimuovendo ogni possibile ostacolo nell'acquisizione delle informazioni stesse e nel conferimento delle deleghe.

Per la buona riuscita di una sollecitazione assumono pertanto una cruciale importanza strategica l'accesso alle informazioni relative all'identità degli azionisti e la collaborazione degli intermediari posti lungo la catena di intermediazione<sup>392</sup>.

In proposito, va preliminarmente sottolineato che il valore informativo del libro soci risultava in passato<sup>393</sup> e risulta tuttora di scarsa utilità per chi intenda promuovere una sollecitazione di deleghe. Senza volersi qui addentrare nell'esame

---

<sup>391</sup> Cfr. art. 136, comma 5 del Regolamento Emittenti.

<sup>392</sup> L'importanza di tali elementi si è già posta in luce con riferimento alla disciplina americana. V. *supra*, cap. III, par. 8.1.

<sup>393</sup> V. F. GHEZZI, *supra*, nota 374, p. 1518; V. SALAFIA, *La svalutazione del libro soci nelle società di capitali*, Le Società, 2009, p. 869 ss.

della relativa disciplina<sup>394</sup>, merita rilevare che, benché la riforma operata con il già menzionato D.lgs. n. 27/2010 abbia risolto alcuni problemi in precedenza emersi<sup>395</sup>, ponendo a carico degli emittenti un obbligo generale di aggiornamento del libro soci in conformità alle comunicazioni e alle segnalazioni relative all'esercizio delle *corporate actions* ricevute da parte degli intermediari<sup>396</sup>, il termine di trenta giorni previsto per tale aggiornamento risulta incompatibile con l'esigenza di chi promuove una sollecitazione di ottenere in tempi assai ristretti la disponibilità delle informazioni sull'identità degli azionisti.

In tale quadro assume rilevanza il funzionamento di un meccanismo diverso e più efficiente per l'identificazione degli azionisti, basato sulla collaborazione dei soggetti posti lungo la catena di intermediazione che collega gli stessi azionisti alla società emittente. Come già accennato<sup>397</sup>, la relativa regolamentazione rappresentava uno dei principali limiti della disciplina precedente. L'assenza di chiare indicazioni circa i tempi e i modi con i quali i depositari avrebbero dovuto mettere a disposizione le informazioni rilevanti rendeva del tutto aleatoria la possibilità di contattare individualmente i destinatari della sollecitazione. I conseguenti, ampi margini di incertezza circa i costi e la riuscita stessa della sollecitazione, scoraggiavano *ex ante* qualsiasi iniziativa in tal senso da parte di potenziali promotori.

---

<sup>394</sup> Per una ricostruzione dell'evoluzione della disciplina, v. M. GARGANTINI, *supra*, nota 107, p. 188 e ss. Più in generale sul libro soci v. M. PERRINO, *Il controllo individuale del socio di società di capitali: tra funzione e diritto*, Giur. comm., 2006, p. 639 e ss.; S. PASQUINO, *Diritto di ispezione e diritto di ottenere estratti dal libro dei soci. Nota a Cassazione civile n. 8332/1994*, La nuova giurisprudenza civile commentata 1995, p. 1157 e ss.; E. RIMINI, *L'art. 2422 c.c. e i limiti del diritto di ispezione del socio*, Giur. comm., 1990, p. 616 e ss.

<sup>395</sup> In assenza di un generale obbligo di aggiornamento del libro soci, non era garantita una parità di accesso alle principali informazioni, che rimanevano nella disponibilità dell'emittente, a vantaggio degli *incumbents*. V. sul punto R. LENER, *La "dematerializzazione" dei titoli azionari e il sistema Monte Titoli*, Giuffrè, 1989, p. 86.

<sup>396</sup> Cfr. art. 86-*undecies* del TUF. In proposito, v. N. DE LUCA, *supra*, nota 119, p. 125.

<sup>397</sup> V. *supra*, cap. I, par. 8.1.

Risulta, pertanto, particolarmente importante esaminare gli interventi apportati con la recente riforma, avendo presente che la normativa in esame presenta rilevanti difficoltà applicative che derivano, da un lato, dalle già segnalate problematiche legate alle tecniche di detenzione delle azioni attraverso catene di intermediari e, dall'altro, dai vincoli imposti dalla necessità di salvaguardare la riservatezza sui dati degli azionisti.

La normativa citata si intreccia, inoltre, con la disciplina relativa alla legittimazione al voto per gli azionisti di società quotate, anch'essa oggetto di un'ampia riforma a seguito del recepimento della direttiva sui diritti degli azionisti. Tale riforma ha introdotto nel nostro ordinamento un sistema di legittimazione assembleare fondato sulla *record date*, in forza del quale sono legittimati ad intervenire e votare in assemblea coloro ai quali spetta il diritto di voto sulla base delle evidenze contabili degli intermediari alla chiusura del ciclo di regolamento giornaliero del settimo giorno di mercato aperto antecedente la data fissata per l'assemblea in prima (o unica) convocazione. Ai fini della legittimazione all'esercizio del voto non rilevano le scritturazioni successive a tale data<sup>398</sup>.

### *3.1 Il funzionamento del sistema di gestione accentrata dei titoli in regime di dematerializzazione (cenni)*

Prima di procedere con l'esame del meccanismo di identificazione degli azionisti al quale può ricorrere il promotore, pare opportuno, anche per chiarezza terminologica, richiamare sinteticamente il funzionamento del sistema di gestione

---

<sup>398</sup> Sull'art. 83-*sexies* del TUF e sul principio della *record date* che esso introduce, v. L. FURGIUELE, *Record date ed esercizio dei poteri di impugnazione e di recesso*, Riv. dir. comm., 2011, p. 157 e ss.; M. GARGANTINI, *Commento sub art. 83-sexies*, NLCC, 2011, p. 624 e ss.; R. LENER, *supra*, nota 119; N. DE LUCA, *supra*, nota 119.

accentrata dei titoli in regime di dematerializzazione, obbligatorio per gli emittenti strumenti finanziari negoziati su mercati regolamentati<sup>399</sup>.

In tal caso le società non emettono titoli cartacei e il servizio di custodia si sostanzia nella tenuta di conti nei quali vengono annotati gli strumenti finanziari.

La società di gestione accentrata (CDS) tiene diverse tipologie di conti: da un lato, un conto per ciascun emittente, nel quale è registrato l'ammontare globale di strumenti finanziari della medesima specie; dall'altro, i conti degli intermediari che partecipano direttamente al sistema di gestione accentrata, nei quali sono registrati gli strumenti di pertinenza di ciascun intermediario. Questi ultimi conti possono essere "*in contro proprio*", se contengono strumenti di proprietà dell'intermediario, ovvero "*in conto terzi*" se contengono strumenti che l'intermediario gestisce per conto di terzi. Tali conti terzi sono strutturati come conti *omnibus*: recano, cioè, solo l'indicazione del totale degli strumenti di un determinato emittente detenuti dall'intermediario partecipante per conto di terzi, senza che sia possibile individuare i singoli clienti possessori dei medesimi strumenti.

Ciascun partecipante diretto al sistema tiene una contabilità simile a quella del CDS e verifica che il saldo del conto di terzi detenuto presso la società di gestione accentrata coincida con la somma dei saldi dei conti intestati ai propri clienti. Questi ultimi possono essere gli investitori finali, in relazione ai quali l'intermediario opera

---

<sup>399</sup> Cfr. art. 15, comma 1 del Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob recante la disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione del 22 febbraio 2010 (c.d. Regolamento *post trading*). A norma del medesimo articolo, il regime di dematerializzazione è obbligatorio anche per gli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in maniera rilevante, nonchè per i titoli di debito il cui importo dell'emissione sia superiore a 150 milioni di euro. Con il consenso dell'emittente, possono essere dematerializzati gli strumenti negoziati nei sistemi multilaterali di negoziazione. In proposito v., per tutti, M.C. CARDARELLI, *L'azione dematerializzata. Dallo statuto alla fattispecie*, Giuffrè, 2001; M. CIAN, *Titoli dematerializzati e circolazione "cartolare"*, Giuffrè, 2001; ID., *La dematerializzazione degli strumenti finanziari*, BBTC, 2007, p. 641 e ss.; N. LINCIANO, G. SICILIANO, N. TROVATORE, *L'industria dei servizi di regolamento delle operazioni in titoli* in Consob, *Quaderni di finanza* n. 58, 2005; N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, Giappichelli, 2007. Dopo il riordino della disciplina sulla gestione accentrata operato con il recepimento della direttiva sui diritti degli azionisti, v. N. DE LUCA, *supra*, nota 119.

quindi come "*ultimo intermediario*", oppure altri intermediari che, a loro volta, detengono gli strumenti per conto di terzi. Anche i conti di tali intermediari assumono la forma di conti *omnibus*.

Il descritto utilizzo di conti *omnibus*, che presenta indubbi vantaggi in termini di sicurezza ed efficienza delle procedure di regolamento delle negoziazioni su titoli, pone alcuni problemi in relazione all'identificazione degli azionisti. Infatti, il CDS posto al vertice della catena non ha visibilità alcuna sugli investitori finali, la cui identità, peraltro, non è nota nemmeno ai partecipanti diretti al sistema, a meno che questi non abbiano un rapporto diretto con gli stessi investitori. L'identificazione degli azionisti è, pertanto, possibile solo attraverso un'indagine che ripercorra i vari passaggi della catena di detenzione degli strumenti finanziari, interessando gli intermediari posti lungo tale catena.

### *3.2 Il sistema di identificazione degli azionisti a disposizione del promotore. Questioni risolte e problemi aperti*

All'esigenza, evidenziata in chiusura del precedente paragrafo, di identificare gli azionisti attraverso gli intermediari posti lungo la catena di detenzione delle azioni risponde la procedura scandita dall'art. 136 del Regolamento Emittenti che, mira al contempo anche ad assicurare al promotore della sollecitazione la possibilità di "*tarare*" l'ampiezza dell'indagine al fine di ottimizzare i costi in rapporto al risultato.

La norma citata prevede, infatti, che entro un giorno lavorativo dalla richiesta, la società di gestione comunichi al promotore su supporto informatico i dati degli intermediari partecipanti al sistema sui conti dei quali sono registrate azioni dell'emittente, indicando altresì la quantità di tali azioni. Entro tre giorni lavorativi dalla richiesta, gli intermediari partecipanti sono poi tenuti a fornire, da un lato, i dati identificativi degli investitori finali in relazione ai quali essi operino come ultimi intermediari, con l'indicazione del numero di azioni della società emittente registrate sui rispettivi conti e, dall'altro, i dati degli intermediari posti a valle nella catena di

detenzione, con indicazione del numero di azioni registrate sui conti *omnibus* a questi intestati.

Questo sistema di *shareholder identification* consente dunque al promotore di intervenire in ogni passaggio della procedura, reiterando la richiesta di identificazione agli intermediari che risultano depositari di un numero significativo di azioni. E così, ad esempio, il promotore, ottenuto dalla società di gestione accentrata il quadro relativo agli intermediari partecipanti, invierà la richiesta di identificazione solo a quelli sui cui conti risulta registrato un elevato numero di azioni. Successivamente, ottenute dagli intermediari partecipanti le informazioni sulla consistenza dei conti degli ulteriori intermediari posti a valle, potrà selezionare fra questi quelli con il maggior numero di azioni.

Come sottolineato dalla Consob, la procedura descritta è stata pensata allo scopo di ridurre i costi a carico del promotore<sup>400</sup>. Quest'ultimo infatti può ottenere l'identificazione di un certo numero di azionisti senza coinvolgere tutti gli intermediari depositari di azioni dell'emittente, ma selezionando quelli che garantiscono un'elevata copertura dell'azionariato (c.d. "*cherry picking*").

Un secondo aspetto sottolineato dalla Commissione riguarderebbe la maggior celerità che il sistema di *shareholder identification* a disposizione del promotore assicurerebbe rispetto a quello previsto dall'art. 89-*duodecies* del TUF per gli emittenti. A differenza di quest'ultimo, infatti, la procedura in esame non prevede un doppio flusso informativo – ascendente e discendente – lungo la catena di intermediazione, ma si basa su comunicazioni dirette fra il promotore da un lato e la società di gestione e gli intermediari dall'altro. In proposito, è opportuno tuttavia sottolineare che la necessità per il promotore di attendere il riscontro alle proprie richieste di informazioni e, successivamente, inoltrare tali richieste agli intermediari

---

<sup>400</sup> V. CONSOB, *supra*, nota 331, p. 50.

posti a valle nella catena di detenzione, comporta un significativo dispendio di tempo, in particolare in presenza di catene di intermediazione particolarmente articolate<sup>401</sup>.

La procedura esaminata era già contemplata dal Regolamento Emittenti ante riforma. L'elemento di novità certamente apprezzabile consiste nell'individuazione di brevi termini (uno e tre giorni lavorativi) entro i quali, rispettivamente, la società di gestione accentrata e gli intermediari sono tenuti a comunicare i dati richiesti<sup>402</sup>. Tale modifica, tuttavia, lascia impregiudicate alcune rilevanti difficoltà applicative.

In primo luogo, va rilevato che le modalità di svolgimento del servizio di identificazione, fermi i termini ora citati, sono rimesse alla determinazione negoziale fra le parti. Tuttavia, a differenza di quanto previsto in relazione al meccanismo di *shareholder identification* di cui all'art. 89-*duodecies* del TUF<sup>403</sup>, le disposizioni in esame non sono assistite da misure sanzionatorie. Il promotore, pertanto, dispone esclusivamente di un rimedio risarcitorio qualora gli intermediari forniscano i dati richiesti in ritardo, oppure in maniera incompleta. Conseguentemente, come emerso nelle prime esperienze applicative, i termini previsti dall'art. 136 del Regolamento Emittenti rischiano di assumere una valenza indicativa se non simbolica, anche in ragione delle difficoltà tecniche che gli intermediari possono incontrare nel raccogliere le informazioni richieste<sup>404</sup>.

---

<sup>401</sup> In tal caso, infatti, il promotore dovrà inoltrare più volte la richiesta ai vari livelli della catena di intermediazione, attendendo ogni volta i menzionati tre giorni lavorativi per ottenere le informazioni.

<sup>402</sup> La precedente versione del Regolamento Emittenti non prevedeva alcun termine, limitandosi a stabilire che le informazioni richieste dovessero essere rese disponibili "*senza ritardo*". La prima bozza di Regolamento Emittenti *post* riforma prevedeva per gli intermediari il termine di dieci giorni lavorativi (v. CONSOB, *supra*, nota 367, p. 11).

<sup>403</sup> Cfr. art. 190, comma 2 del TUF.

<sup>404</sup> V. ad esempio, ABI, *Consultazione CONSOB sulla sollecitazione delle deleghe di voto (art. 136 Regolamento Emittenti)*, 24 febbraio 2011, disponibile su: [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/deleghe\\_di\\_voto/osservazioni.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/deleghe_di_voto/osservazioni.htm), che fa presente che il termine di tre giorni si è rilevato troppo limitato.

La circostanza che il funzionamento del sistema di identificazione degli azionisti in esame sia necessariamente affidato ad un accordo fra promotore e intermediari pone alcuni problemi in relazione ai costi del servizio.

Un primo aspetto concerne la scarsa trasparenza delle tariffe applicate. Ciò, da un lato, impedisce una quantificazione *ex ante* dell'impegno economico da parte dei potenziali promotori, fattore certamente dissuasivo all'utilizzo della sollecitazione, e dall'altro, consente comportamenti opportunistici e discriminatori da parte degli intermediari, che possono applicare ai promotori prezzi sensibilmente diversi, interferendo così con la eventuale competizione fra due o più sollecitazioni contrapposte.

Specularmente, dalle prime esperienze applicative sono emerse talune difficoltà nel recupero dei costi sostenuti da parte degli intermediari, per l'attività di identificazione degli azionisti, difficoltà che hanno indotto a riflettere sull'opportunità che siano adottati per via regolamentare appositi accorgimenti volti a garantire il pagamento dei servizi da parte del promotore<sup>405</sup>.

I rilievi sopra formulati evidenziano la necessità che i termini degli accordi per lo svolgimento dei servizi connessi all'attuazione di una sollecitazione e, in particolare, per l'identificazione degli azionisti, siano dettagliatamente definiti tramite appositi accordi quadro predisposti dai rappresentanti degli intermediari (ad es. ABI e ASSOSIM) sotto la supervisione dell'Autorità di vigilanza<sup>406</sup>.

### 3.3 *L'oggetto della procedura di identificazione: i dati identificativi*

Qualche considerazione è opportuna, infine, con riguardo all'oggetto della comunicazione resa dagli intermediari al promotore, concernente l'identità degli

<sup>405</sup> V. ABI, *supra*, nota 404.

<sup>406</sup> Va rilevato che, per quanto concerne i costi applicati, la Consob ha raccomandato agli intermediari di adottare condizioni commerciali ragionevoli e ha assicurato il proprio monitoraggio sugli accordi raggiunti. V. CONSOB, *Sollecitazione di deleghe di voto (art. 136 del Regolamento Emittenti). Documento di consultazione*, 16 marzo 2011, disponibile su: [www.consob.it](http://www.consob.it)).

investitori finali e degli intermediari posti più a valle nella catena di detenzione. Con riferimento ai primi, ciascun intermediario dovrà indicare i "*dati identificativi dei soggetti, cui spetta il diritto di voto, che non abbiano espressamente vietato la comunicazione dei propri dati*", in relazione ai quali opera come ultimo intermediario.

Conformemente allo scopo per il quale è svolta, l'indagine non riguarda, quindi, gli azionisti in quanto tali, bensì i titolari del diritto di voto, cioè quei soggetti che, secondo le evidenze contabili dell'intermediario, sarebbero legittimati a richiedere a quest'ultimo di effettuare all'emittente la comunicazione legittimante all'intervento e al voto in assemblea, ai sensi dell'art. 83-*sexies* del TUF. Pertanto, nel caso in cui, ad esempio, le azioni siano sottoposte a pegno, i dati identificativi da fornire al promotore saranno quelli del creditore pignoratizio, salvo che l'esistenza di una convenzione contraria sia nota all'intermediario<sup>407</sup>.

In considerazione del fatto che, come detto, sulla base del meccanismo della *record date* introdotto nel nostro ordinamento, la legittimazione al voto viene stabilita il settimo giorno antecedente l'assemblea, è evidente che il sistema di identificazione sopra descritto non consente una ricognizione assolutamente precisa di coloro che saranno effettivamente legittimati a votare in assemblea. Le informazioni fornite dagli intermediari, infatti, saranno necessariamente riferite ad una data antecedente alla *record date*, e pertanto, non potranno tenere conto delle successive variazioni nella titolarità dei diritti sulle azioni. Nonostante tale inevitabile elemento di imprecisione, il corretto funzionamento dei meccanismi di *shareholder identification* è di fondamentale importanza per consentire al promotore di contattare direttamente i soggetti sollecitati e per rendere quindi utilizzabile lo strumento della sollecitazione.

La possibilità di condurre efficacemente una sollecitazione "*individualizzata*" dipende anche dalla precisione e dalla completezza dei dati forniti dagli intermediari.

---

<sup>407</sup> Anche allo scopo di agevolare la gestione delle procedure di legittimazione, l'art. 21 del Regolamento *post trading* individua i soggetti in favore dei quali gli intermediari sono tenuti a rilasciare le comunicazioni e le certificazioni previste dal TUF.

In proposito l'esigenza del promotore di disporre di un ampio ventaglio di informazioni deve essere contemperata con il diritto alla riservatezza degli azionisti.

Ispirandosi ad un'analogia previsione dell'ordinamento statunitense<sup>408</sup>, il legislatore italiano ha previsto innanzitutto che i titolari del diritto di voto possano sottrarsi all'identificazione attraverso un'esplicita dichiarazione<sup>409</sup>, che può essere espressa anche preventivamente e in forma generale, ad esempio al momento della sottoscrizione del contratto di deposito titoli, ferma la possibilità per l'intermediario di richiedere ai predetti soggetti un'autorizzazione specifica per singola sollecitazione<sup>410</sup>.

Con riguardo ai soggetti che non si oppongono all'identificazione, occorre determinare quali informazioni formino oggetto di comunicazione al promotore. Non pare sussistano dubbi in merito al fatto che i "*dati identificativi*" a cui la disposizione in esame si riferisce includano il nome e il cognome e il domicilio, ovvero la denominazione e la sede principale nel caso in cui titolare del diritto di voto sia un ente<sup>411</sup>.

---

<sup>408</sup> V. *supra*, note 176 e 177 e testo corrispondente.

<sup>409</sup> La disposizione regolamentare in esame, nel permettere ai titolari del diritto di voto di negare il proprio consenso alla trasmissione dei dati identificativi, ripropone una caratteristica già presente nella procedura di identificazione di cui all'art. 83-*duodecies* del TUF. La previsione non è priva di ambiguità, atteso che la disciplina in materia di protezione dei dati personali non contempla il caso di "*diniego espresso*", bensì, in linea generale, la necessità di acquisire il consenso espresso del titolare al trattamento dei propri dati. L'ipotesi in esame, configurandosi come adempimento ad un obbligo di legge e di regolamento, rientrerebbe tra i casi per i quali non è necessario tale consenso (v. art. 24, comma 1, *lett. a* del d.lgs. 196/2003). Tuttavia, il legislatore e l'Autorità di vigilanza hanno preferito consentire ai titolari dei dati la possibilità di attivarsi per impedire il trattamento degli stessi. Sul punto, v. CONSOB *supra*, nota 406, p. 19. Per alcune osservazioni, con riferimento alla disciplina precedente, sui rapporti fra le disposizioni in esame e la disciplina in materia di *data protection*, v. M. ATELLI, *Tutela della sfera privata e sollecitazione delle deleghe di voto*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli e Lener, Utet, 2004, p. 183 e ss., che si concentra soprattutto sui profili legati al contatto telefonico fra l'intermediario incaricato della raccolta delle deleghe e i soggetti sollecitati.

<sup>410</sup> Così CONSOB, *supra*, nota 406, p. 19.

<sup>411</sup> Anche al fine di limitare le asimmetrie informative fra *incumbents* e *insurgents*, pare opportuno che vi sia corrispondenza fra i "*dati identificativi*" forniti con la procedura di identificazione qui in esame e quelli contemplati dalla procedura di cui all'art. 83-*duodecies* del TUF, i quali comprendono almeno le informazioni da inserire nel libro soci (v. M. GARGANTINI, *supra*, nota 398).

Maggior incertezza si riscontra, invece, circa la possibilità di comunicare altre informazioni che, pur utili a contattare i soggetti sollecitati, non sono strettamente qualificabili come "*dati identificativi*". In considerazione del fatto che lo scopo della disposizione in esame non è ottenere la mera identificazione dei titolari del diritto di voto, bensì consentire al promotore di comunicare con questi soggetti, si può ritenere che almeno l'indirizzo e-mail, attraverso il quale è possibile un contatto non dissimile da quello che si avrebbe con la posta ordinaria, sia riconducibile al novero delle informazioni che possono legittimamente essere fornite al promotore anche in assenza del previo consenso del titolare<sup>412</sup>.

#### **4. Il conferimento della delega. I requisiti formali dell'atto**

Spostando l'angolo visuale della nostra analisi al soggetto che, autonomamente ovvero a seguito di un contatto diretto da parte del promotore, sia venuto a conoscenza dell'esistenza di una sollecitazione di deleghe relativa alle azioni per le quali gode del diritto di voto, occorre soffermarsi sulle caratteristiche della delega, sulle modalità di conferimento della stessa e sulla possibile articolazione delle istruzioni di voto in essa contenute<sup>413</sup>.

Muovendo dall'esame dei requisiti formali e di validità dell'atto di conferimento della rappresentanza, va rilevato che l'art. 142, comma 1 del TUF, riprendendo in parte il dettato dell'art. 2372 c.c., prevede il divieto di rilasciare deleghe in bianco e ne limita la validità a singole assemblee, aggiungendo al riguardo che deve trattarsi di assemblee già convocate. Tale precisazione vale a sottolineare, ove ce ne fosse bisogno, la necessità che l'azionista sia posto in condizioni di ponderare il

---

<sup>412</sup> Maggiori dubbi sussistono, invece, circa la possibilità di comunicare il numero di telefono. In proposito la CONSOB, *supra*, nota 331, p. 51, ritiene che: "*alla comunicazione del numero di telefono – di per sé non qualificabile come "dato identificativo" – sia applicabile la disciplina generale in materia di trattamento dei dati personali (v. in particolare l'art. 23 del d.lgs. 30 giugno 2003, n. 196): si renderà quindi necessario il consenso espresso dell'interessato*".

<sup>413</sup> Per una valorizzazione della distinzione fra l'unicità della delega e la molteplicità delle istruzioni di voto che essa contiene v. L. SCHIUMA, *supra*, nota 82, p. 117.

conferimento della delega avendo a disposizione un quadro informativo completo sull'assemblea e, cioè, allorché sia stato definito l'ordine del giorno e sia stata pubblicata, almeno in parte, l'informativa preassembleare<sup>414</sup>.

Rispetto alla citata disposizione codicistica non sono previsti: il requisito della forma scritta per la delega, l'obbligo di conservazione dei relativi documenti e il divieto per il delegato di nominare sostituti se non individuati nella delega. La portata di tali disallineamenti sfuma ove si proceda ad una valutazione più ampia della disciplina. L'art. 138, comma 2 del TUF dispone, infatti, che il promotore possa farsi sostituire solo da chi sia stato espressamente indicato nel modulo di delega e nel prospetto. Per quanto concerne poi il mancato richiamo all'obbligo di conservazione dei documenti, va rilevato che, benché sarebbe stata opportuna un'indicazione più chiara da parte del legislatore, l'adempimento a tale obbligo deriva dalla necessità di consentire il controllo *ex post* sulla legittimità del procedimento deliberativo e pare, pertanto, imprescindibile<sup>415</sup>.

Il requisito della forma scritta deriva dal complesso delle norme che disciplinano la redazione e trasmissione del modulo di delega: si ponga mente, in particolare, al fatto che lo stesso art. 142, comma 1 del TUF prevede che la delega sia "*sottoscritta*" dal delegante e che l'art. 138, comma 1 del Regolamento Emittenti stabilisce che "*per il conferimento della delega il soggetto a cui spetta il diritto di voto trasmette al promotore il modulo di delega*". Da ciò si evince che la delega deve essere formata su di un substrato documentale che, si badi, non deve necessariamente consistere in un modulo cartaceo. Il requisito della forma scritta, infatti, ben potrebbe essere soddisfatto attraverso la sottoscrizione di un documento

---

<sup>414</sup> V. A. CANEPARI, *supra*, nota 324, p. 1433. In giurisprudenza, con riferimento all'art. 2372 c.c., v. Cass. n. 4709/1988, *Le Società*, 1988, p. 1030 e Trib. Milano 7 novembre 1994, *Giur. comm.*, 1995, p. 305. Per un breve riferimento sulla disciplina dell'informazione preassembleare, v. *supra*, nota 381.

<sup>415</sup> V. G. PALMIERI, *supra*, nota 324, p. 1157. V. Cass. n. 8370/2000 che estende il diritto di ispezione del socio anche alle deleghe rilasciate *ex art.* 2373 c.c.

informatico, con un sistema di firma digitale, come previsto dall'art. 138-*novies* del TUF che delega ad un regolamento ministeriale la definizione delle modalità tecniche di conferimento della delega in via elettronica. Al riguardo va sottolineata l'importanza che l'utilizzo della rete internet può assumere nel consentire una riduzione dei costi e una semplificazione dei procedimenti che regolano lo svolgimento della sollecitazione e, più in generale, l'esercizio del diritto di voto, rimuovendo così alcuni degli ostacoli che in passato limitavano la capacità degli azionisti di partecipare attivamente alla dialettica societaria<sup>416</sup>.

## 5. La possibile opzione per il promotore fra *one-way* e *two-way proxy*

Nel vigore della disciplina precedente uno degli aspetti su cui maggiormente si erano appuntate le riflessioni della dottrina consisteva nell'imposizione dello schema della *one-way proxy*, secondo il quale il delegato può esercitare il voto solo se conforme alle proprie proposte. Tale opzione normativa, esplicitata in sede regolamentare pur in assenza di univoche indicazioni da parte del legislatore primario, era stata motivata dalla Consob sulla base della considerazione che nell'ambito della sollecitazione di deleghe l'interesse primario da tutelare fosse quello del promotore<sup>417</sup>. Un'impostazione questa che sottintendeva evidentemente l'auspicio che lo strumento della sollecitazione fosse funzionale all'obiettivo di una maggior contendibilità del controllo societario.

L'indirizzo dato dalla Commissione era stato criticato da diversi Autori, che con varietà di argomenti di carattere letterale, comparatistico e sistematico si erano

---

<sup>416</sup> V. C. PASQUARIELLO, *Commento sub art. 142 TUF*, NLGC, 2011, p. 744 e A. BUSANI, *supra*, nota 119. Sulla possibilità che gli azionisti partecipino direttamente all'assemblea con mezzi elettronici, v. L. CAMPUS, *supra*, nota 381; S. TURELLI, *Assemblee di società per azioni ed esercizio di voto mediante mezzi elettronici*, Riv. dir. civ., 2011, p. 445 e ss; E. PEDERZINI, *Commento sub art. 127*, NLCC, 2011, p. 691 e ss.; M. CIAN, *L'intervento e il voto elettronici nelle assemblee di S.p.A.*, Riv. Soc., 2011, p. 1065 e ss.; R. SACCHI, *supra*, nota 119, p. 560-561. Quest'ultimo Autore evidenzia come tale modalità partecipativa, rispetto al voto a mezzo delega, non presenti il rischio di abusi e conflitti di interesse.

<sup>417</sup> V. CONSOB, *supra*, nota 69, p. 59.

espressi in favore dell'obbligatorietà della *two-way proxy*<sup>418</sup>. Siffatto sistema avrebbe privilegiato l'interesse del delegante, valorizzando la funzione di rappresentanza della delega sollecitata, intesa come strumento di partecipazione delle minoranze non organizzate all'assemblea.

A seguito della recente riforma, la Consob ha nuovamente affrontato la questione e, accogliendo le indicazioni del legislatore<sup>419</sup>, ha eliminato la previsione del Regolamento Emittenti che condizionava l'esercizio del voto da parte del delegante all'adesione alle proposte di voto del promotore, prevedendo la compatibilità con il nostro ordinamento del sistema della *two-way proxy*. Dando rilievo alla circostanza che la nozione di sollecitazione di cui all'art. 136 del TUF, a differenza che in passato<sup>420</sup>, non comprende esclusivamente la richiesta di adesione a specifiche proposte di voto, viene prevista la possibilità che sia il promotore a decidere se esercitare il voto anche se espresso in modo non conforme alle proprie proposte, dandone informazione nel prospetto.

La scelta di introdurre un regime opzionale, con l'eccezione del caso in cui sia lo stesso emittente a promuovere la sollecitazione, non è stata condivisa da un Autore che, se ben intendo, sarebbe invece favorevole all'imposizione del modello della *two-way proxy*, ritenendo prevalente "l'esigenza che la delega di voto (anche in

---

<sup>418</sup> V. P.G. JAEGER, *supra*, nota 86, p. 108 e ss.; R. SACCHI, *supra*, nota 87, p. 395 e ss. V. anche M.C. CARDARELLI, *Audizione del 27 gennaio 1998 del Direttore generale dell'Assonime avanti la Commissione Finanze e Tesoro della Camera dei Deputati*, Riv. soc., 1998, 246 e ss. Le argomentazioni a favore di un sistema basato sulla *two-way proxy* sono accuratamente esaminate e confutate da G. PRESTI, *supra*, nota 65, p. 52 e ss. Ulteriori spunti in favore della *one-way proxy* si rinvergono in A. TUCCI, R. LENER, *Commento sub art. 142*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Cedam, 1998, p. 1290-91.

<sup>419</sup> V. esplicitamente in proposito, MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *supra*, nota 69, p. 9.

<sup>420</sup> La precedente definizione di sollecitazione aveva costituito un elemento testuale in favore del regime della *one-way proxy*. V. M. LAMANDINI, *supra*, nota 93, p. 1138.

*caso di sollecitazione) sia strumento di partecipazione informata all'assemblea da parte del soggetto titolare del voto*<sup>421</sup>.

La previsione in esame, invece, pare opportuna, perché conserva l'appetibilità della sollecitazione per il promotore, garantendo al contempo un margine di flessibilità. La scelta regolamentare è certamente coerente con una visione della sollecitazione quale strumento per la coagulazione del consenso intorno alle proposte del promotore<sup>422</sup>, funzionale non solo (e non tanto) ad una maggior contendibilità del controllo, quanto piuttosto a dar incisività ai diritti di *voice* delle minoranze organizzate. In questo senso, lo scopo della sollecitazione, anche a tutela degli azionisti "minimi", non è garantire a questi ultimi la possibilità di esprimere incondizionatamente il proprio voto, ma soprattutto agevolare la dialettica endsocietaria.

La relativa regolamentazione, pertanto, più che imporre un sistema che privilegi l'interesse degli oblati, dovrebbe perseguire la funzionalità della sollecitazione<sup>423</sup>: se, infatti, si determinano i presupposti per una sollecitazione in opposizione alle proposte degli amministratori o per una vera e propria *proxy fight*, le diverse posizioni espresse dai committenti assicurerebbero agli azionisti la libertà di scelta che si vorrebbe salvaguardare attraverso l'imposizione della *two-way proxy*<sup>424</sup>.

## **6. La delega parziale e il problema della possibile rilevanza del voto non conforme alle proposte del promotore**

In parte connessa al tema affrontato nel paragrafo precedente, in particolare in relazione alla possibilità o meno – di cui si dirà tra breve – che il voto difforme del soggetto sollecitato produca comunque qualche effetto anche nel caso di una

---

<sup>421</sup> Così R. SACCHI, *supra*, nota 119.

<sup>422</sup> V. G. MEO, *supra*, nota 289, p. 144.

<sup>423</sup> V. R. PERNA, *supra*, nota 17, p. 215-216.

<sup>424</sup> In questo senso, v. F. GHEZZI, *supra*, nota 269, p. 1297.

sollecitazione secondo lo schema della *one-way proxy*, è la questione della delega parziale. Tale espressione, con cui genericamente ci si riferisce alla circostanza in cui la delega non riguardi tutte le materie oggetto di sollecitazione o inserite nell'ordine del giorno, sottende un articolato insieme di problematiche che è bene esaminare partitamente.

Premesso che la delega totalmente priva di istruzioni di voto è da ritenersi invalida<sup>425</sup>, viene in primo luogo in considerazione l'ipotesi in cui il promotore abbia richiesto il conferimento della delega solo in merito ad alcune delle materie all'ordine del giorno.

In questo caso, al fine di non privare l'azionista del diritto di voto sulle materie non oggetto di sollecitazione, il promotore è tenuto a raccogliere ed esercitare il voto conformemente alle istruzioni ricevute anche su tali materie, in relazione alle quali, peraltro, non gli è consentito formulare raccomandazioni o altre indicazioni idonee a influenzare il voto<sup>426</sup>. Al socio delegante è data la possibilità di votare in senso favorevole, contrario ovvero di astenersi e, per il caso in cui sopraggiungano rilevanti circostanze nuove, ovvero siano formulate modifiche o integrazioni alle proposte di deliberazione, di scegliere tra: a) la conferma dell'istruzione di voto già espressa; b) la modifica dell'istruzione di voto già espressa; c) la revoca dell'istruzione di voto già espressa; d) l'autorizzazione al promotore ad esprimere un voto difforme da quello indicato.

Qualora il delegante ometta l'espressione del voto su talune delle materie non oggetto di sollecitazione, le azioni sono comunque computate ai fini della regolare costituzione dell'assemblea; esse, tuttavia, non sono computate ai fini del calcolo della maggioranza e della quota di capitale richiesta per l'approvazione delle delibere

---

<sup>425</sup> V. L. SCHIUMA, *supra*, nota 82, p. 119 e A. CANEPARI, *supra*, nota 324, p. 1428.

<sup>426</sup> Cfr. Art. 138, comma 3 del Regolamento Emittenti.

per le quali il voto non è stato espresso<sup>427</sup>. Quest'ultima precisazione, introdotta con le recenti riforme della disciplina, è volta a correggere un difetto della normativa previgente. In precedenza, infatti, l'omessa indicazione delle istruzioni di voto per le materie escluse dalla sollecitazione era invece equiparata all'astensione e, pertanto, ove si fosse seguito l'orientamento – a mio avviso corretto, in particolare dopo la riforma del diritto societario<sup>428</sup> – contrario a sottrarre le azioni degli astenuti dal calcolo del *quorum* deliberativo, avrebbe prodotto un effetto sostanzialmente uguale al voto contrario.

Giova adesso spostare l'attenzione sugli effetti della disciplina in esame sulle proposte oggetto di sollecitazione, per ciascuna delle quali il delegante è posto davanti all'alternativa se concedere o meno la delega, barrando l'apposita casella del modulo di delega.

In proposito, è bene ricordare che l'art. 142, comma 2 del TUF, dopo aver ammesso la possibilità di una delega parziale, stabilisce che anche le azioni per le

---

<sup>427</sup> Cfr. Art. 138, comma 6 del Regolamento Emittenti.

<sup>428</sup> Nel vigore della disciplina previgente, si discuteva se dovessero essere escluse dal computo delle maggioranze deliberative anche le azioni possedute dai soci astenuti. La dottrina maggioritaria riteneva che si dovesse assumere quale base per il calcolo del *quorum* in esame il numero complessivo degli intervenuti (e non, quindi, dei soli votanti) e assimilava la posizione degli astenuti all'espressione di voto contrario. Pareva infatti confermare questa tesi il fatto che le norme applicabili (almeno nel caso di assemblea straordinaria) individuavano quale *quorum* deliberativo una percentuale determinata di "voti favorevoli" del capitale sociale. Altresì, veniva messo in luce come una diversa interpretazione avrebbe permesso di assumere deliberazioni con l'approvazione di maggioranze esigue qualora vi fosse una percentuale rilevante di soci astenuti. Tuttavia, vi era chi, in linea con la giurisprudenza maggioritaria, optava per una lettura differente dell'art. 2368 c.c., ritenendo che le azioni degli astenuti non dovessero essere computate ai fini della definizione del *quorum* deliberativo nel caso di assemblea ordinaria, in quanto la disciplina applicabile non richiedeva che venisse calcolato sulla base di percentuali del capitale sociale. L'art. 2368, ultimo comma, c.c. *post* riforma riconosce esplicitamente rilievo all'astensione ai fini dell'abbattimento del quoziente deliberativo solo se motivata dall'esistenza di un conflitto di interessi. Ciò pare confermare la tesi per cui, negli altri casi, le azioni degli astenuti non possano essere sottratte dal citato quoziente. In questo senso, v. F. MAGLIULO, F. TASSINARI, *Il funzionamento dell'assemblea di s.p.a. nel sistema tradizionale*, Iposa, 2008, p. 195 e ss.; A. SERRA, *Il procedimento assembleare*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G.F. Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, vol. II, Utet, 2006, p. 64.

quali è conferita una delega parziale sono computate ai fini della regolare costituzione dell'assemblea.

Pertanto, nell'ipotesi di scuola in cui il delegante, non intendendo aderire a nessuna delle proposte del committente, neghi il conferimento della delega per *tutte* le proposte oggetto di sollecitazione, pur restituendo il relativo modulo al promotore, quest'ultimo non utilizzerà la delega, ritenendola come non data<sup>429</sup>. In questo caso il delegante non si considera intervenuto in assemblea.

Maggiori incertezze emergono invece con riguardo all'ipotesi, assai più frequente nella pratica, in cui il delegante neghi il conferimento della delega ovvero ometta qualsiasi indicazione solo con riferimento ad *alcune* delle proposte del committente, aderendo invece alle altre<sup>430</sup>. A norma del richiamato art. 142, comma 2 del TUF, una delega siffatta è certamente valida e le azioni per le quali è conferita vanno computate ai fini del raggiungimento del *quorum* costitutivo. Il quesito che si pone, dunque, è se tali azioni vadano computate anche ai fini della determinazione del *quorum* deliberativo con riferimento a tutte le deliberazioni all'ordine del giorno.

La soluzione, in un senso o nell'altro, non è priva di rilevanti conseguenze pratiche. È evidente, infatti, che qualora si dia risposta positiva al menzionato quesito, le azioni per le quali viene espresso un voto difforme dalla proposta del promotore<sup>431</sup> contribuiscono a innalzare il quoziente deliberativo, che verrà così

---

<sup>429</sup> In questo senso, v. G. MEO, *supra*, nota 289, p. 163; A. TUCCI, R. LENER, *supra*, nota 418, p. 1294. Seppur con qualche incertezza, pare che a diversa conclusione debba giungersi nel caso in cui la sollecitazione di deleghe riguardi solo alcune delle materie all'ordine del giorno e il delegante, dopo aver barrato la casella "no" in relazione alle proposte del promotore, esprima il voto sulle altre. Il promotore sarebbe in ogni caso tenuto a votare su tali materie in conformità alle istruzioni ricevute. In questa ipotesi le azioni del delegante andranno computate ai fini della valida costituzione dell'assemblea e, seppur con i dubbi di cui appresso nel testo, anche ai fini della determinazione del quoziente deliberativo.

<sup>430</sup> Ovviamente l'analisi condotta nel testo è svolta con riferimento alla sollecitazione secondo lo schema della *one-way proxy*; nel caso in cui essa sia *two-way*, la rilevanza della questione sfuma.

<sup>431</sup> Si badi che la fattispecie di voto difforme ricorre sia nel caso in cui il delegante barri la casella con cui nega il rilascio della delega in riferimento alla proposta del promotore, sia qualora non dia alcuna

determinato con riferimento al capitale rappresentato in assemblea. Pertanto, benché il voto relativo a tali azioni non venga esercitato, esso non sarà privo di effetto in quanto peserà come un mancato voto a favore dell'approvanda deliberazione, producendo un risultato analogo a quello di un voto contrario.

Viceversa, qualora le azioni in discorso non vengano conteggiate ai fini della determinazione del *quorum* deliberativo, quest'ultimo sarà determinato sulla base del capitale votante in assemblea e verrà così sterilizzato l'effetto dei voti non conformi alle proposte del committente.

Un esempio numerico può aiutare a chiarire i termini della questione. Si consideri l'ipotesi di un'assemblea ordinaria in prima convocazione in cui sia rappresentato in proprio o per delega il 70% del capitale sociale. In relazione ad una determinata delibera il promotore, che ha raccolto deleghe complessivamente pari al 40% del capitale sociale, ha ricevuto indicazioni di voto difformi dalle proprie proposte (*i.e.* non ha ottenuto la delega) da parte del 9% del capitale sociale. Nel caso in cui il *quorum* deliberativo fosse calcolato sulla base degli intervenuti, esso sarebbe pari al 35% del capitale sociale; i voti raccolti dal promotore non sarebbero quindi sufficienti da soli a consentire l'approvazione della proposta in quanto si avrebbero 31% favorevoli, 30% contrari e 9% non votanti. Viceversa, qualora le azioni per le quali, con riferimento alla delibera in questione, non è stata rilasciata la delega non fossero computate ai fini del *quorum* deliberativo, quest'ultimo, determinato sul capitale votante, sarebbe pari al 30,5% e il promotore disporrebbe quindi di voti sufficienti all'approvazione della delibera.

Nel vigore della disciplina precedente la dottrina prevalente aderiva alla seconda delle soluzioni sopra riportate, ritenendola maggiormente conforme

---

indicazione. In entrambi i casi, infatti, il promotore non può esercitare il voto nel senso da lui proposto.

all'architettura generale della disciplina che, come visto, imponeva lo schema della *one-way proxy*<sup>432</sup>.

In senso contrario si era espressa un'Atrice, che aveva ampiamente approfondito la questione ravvisando diversi indici testuali a supporto della propria tesi volta a dare rilevanza al voto non conforme espresso dal delegante<sup>433</sup>.

Il dato letterale che emerge dalla recente modifica regolamentare appare, ad una prima analisi, una certificazione di tale ultima conclusione. Come visto, infatti, il Regolamento Emittenti, prende in considerazione solo le deliberazioni non comprese nella sollecitazione, disponendo che le azioni per le quali non è stata conferita la delega non siano da computare ai fini del *quorum* deliberativo. Nulla è previsto, invece, per le deliberazioni oggetto di sollecitazione, con il che si è indotti a ritenere, secondo il principio *ubi lex voluit dixit*, che, con riferimento a tali delibere, le medesime azioni siano invece da conteggiarsi per la determinazione del *quorum* citato.

Tale conclusione appare tuttavia assai problematica. Sfugge, infatti, il senso di un trattamento differenziato per le due tipologie di deliberazioni e ciò *a fortiori* ove si consideri che la soluzione ipotizzata per le deliberazioni per le quali il committente ha richiesto il conferimento della delega si pone in contrasto con l'impostazione sistematica della disciplina. Tale soluzione, come visto, finisce infatti per ostacolare il

---

<sup>432</sup> In questo senso v. A. CANEPARI, *supra*, nota 324, p. 1428 e ss. L'Autore si sofferma in particolare sulla questione relativa alle deleghe prive di istruzioni di voto ed esclude, sulla base dell'argomentazione indicata nel testo, che le stesse vadano computate ai fini del *quorum* deliberativo. Il medesimo Autore (*op. cit.* p. 1436), pur senza argomentare sul punto, perviene alla stessa conclusione anche con riferimento alle deliberazioni per le quali il delegante ha espresso un orientamento esplicitamente contrario alla proposta del promotore, barrando la casella con cui indica che non intende conferire la delega. In senso conforme v. G. NAPOLETANO, *supra*, nota 294, p. 136; M. BIANCA, *supra*, nota 70, p. 296.

<sup>433</sup> V. L. SCHIUMA, *supra*, nota 82, p. 115 e ss. Ad una conclusione analoga pervenivano anche G. MEO, *supra*, nota 289, p. 163 e G. PALMIERI, *supra*, nota 324, p. 1160, i quali reputano che l'istruzione difforme rispetto alle proposte sollecitate (*i.e.* il mancato conferimento della delega su tali proposte) sia da interpretarsi come volontà di astensione.

promotore e dà rilevanza al voto difforme espresso dai deleganti, con ciò comportando un'applicazione surrettizia di un sistema assimilabile alla *two-way proxy* quand'anche il promotore, come consentitogli dall'ordinamento, abbia optato per una sollecitazione *one-way*.

Pare dunque lecito ritenere che l'intervento di modifica normativa sia stato limitato alle sole deliberazioni escluse dalla sollecitazione al fine di modificare la precedente disciplina sul punto, che assimilava l'omessa concessione della delega all'astensione, senza considerare gli effetti "*in negativo*" che siffatto intervento avrebbe avuto per quanto concerne le deliberazioni oggetto di sollecitazione. Pertanto, in attesa di un necessario adattamento del Regolamento Emittenti, riterrei opportuna un'applicazione generalizzata della disciplina dettata per le sole deliberazioni escluse dall'ambito della sollecitazione. Ciò, ovviamente, nell'ipotesi in cui il promotore decida di effettuare la sollecitazione secondo lo schema della *one-way proxy*.

## **7. Il rapporto fra soci deleganti e il promotore nell'interpretazione della dottrina precedente alla recente riforma**

Il rapporto che si instaura fra soci deleganti e il promotore non è oggetto di qualificazione. Di qui la necessità di approfondire i termini della questione e in particolare di chiarire se il conferimento della delega si configuri come un atto meramente attributivo della rappresentanza, ovvero se si iscriva in una più articolata vicenda negoziale.

È noto che, secondo l'impostazione della procura come negozio autonomo accolta nel codice civile, l'attribuzione del potere rappresentativo si configura come un negozio astratto, unilaterale, meramente autorizzativo, con il quale al rappresentante è attribuito il potere, ma *non* l'obbligo, di agire in nome e per conto del rappresentato. Solo in presenza di un correlato rapporto obbligatorio, distinto

dalla procura che ad esso accede, il procuratore sarà investito di un obbligo e non di una mera facoltà<sup>434</sup>.

In tale quadro, pertanto, l'indagine volta a caratterizzare la relazione fra il socio e il promotore non può arrestarsi agli indici letterali contenuti nelle definizioni di cui all'art. 136 del TUF, che sembrano limitare la fattispecie in esame ad un rapporto rappresentativo<sup>435</sup>, ma deve spingersi a valutare la disciplina della sollecitazione al fine di verificare se siano ravvisabili elementi indicativi di un obbligo a carico del promotore di intervenire e votare in assemblea in base alle deleghe raccolte.

Seguendo tale prospettiva di analisi, nel vigore della disciplina precedente, la dottrina aveva unanimemente concluso per la sussistenza di un rapporto obbligatorio fra il socio e il promotore. Al riguardo, era stato dato risalto, in primo luogo, alla disposizione che imponeva al committente (ora promotore) di votare in conformità alle indicazioni ricevute anche sulle materie non oggetto di sollecitazione. Parimenti significativa era stata ritenuta la circostanza che l'art. 138 del Regolamento Emittenti *ante* riforma prevedesse che, in caso di interruzione della sollecitazione, il committente fosse tenuto ad esercitare le deleghe ricevute prima della pubblicazione della notizia dell'interruzione<sup>436</sup>.

Sulla natura del citato rapporto obbligatorio non vi era, invece, totale concordanza. Secondo l'orientamento prevalente, esso era qualificabile come mandato con rappresentanza, *"per effetto del quale il committente assumeva*

---

<sup>434</sup> La dottrina che si è occupata di analizzare i principi di astrattezza e di autonomia della procura pervenendo alle conclusioni indicate nel testo è assai ampia. V. senza pretesa di completezza, E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*<sup>2</sup>, ESI, 1994, p. 579 e ss.; U. NATOLI, *La rappresentanza*, Giuffrè, 1977, p. 52 e ss.; C.M. BIANCA, *Diritto Civile*, vol. III, *Il Contratto*, Giuffrè, 2000, p. 86-87. Su posizioni diverse v. S. PUGLIATTI, *Studi sulla rappresentanza*, Giuffrè, 1965, passim.

<sup>435</sup> V. M. CIAN, *In tema di deleghe di voto secondo il decreto Draghi (rapporto rappresentativo e rapporto obbligatorio)*, Corr. giur., 1999, p. 120 e ss.

<sup>436</sup> V. G. MINERVINI, *supra*, nota 268, p. 1241; M. CIAN, *supra*, nota 435, p. 163; F. PLATANIA, *supra*, nota 328, p. 542-543; M. MALTONI, *Commento sub artt. 136-137*, NLCC, 2001, p. 166-169. A favore della sussistenza di un rapporto obbligatorio fra il promotore e i soci deleganti si erano espressi anche M. BIANCA, *supra*, nota 70, p. 297 e ss.; G. PELLEGRINO, *supra*, nota 78, p. 79 e ss.

*l'incarico di rappresentare il delegante in assemblea, esercitando in sua vece il diritto di voto secondo le modalità prestabilite dallo stesso mandatario ed, eventualmente, secondo le ulteriori istruzioni impartite dal delegante per le delibere diverse da quelle oggetto di sollecitazione*<sup>437</sup>. Non era sfuggita, peraltro, l'esistenza di taluni disallineamenti rispetto alla disciplina del citato tipo contrattuale, in particolare in considerazione della discrasia fra la presunzione di onerosità del mandato e i conseguenti obblighi del mandante di cui agli artt. 1719 e 1720 c.c., da un lato, e la previsione di gratuità della sollecitazione dall'altro<sup>438</sup>.

Nella prospettiva descritta, la diffusione del prospetto costituiva pertanto un'offerta al pubblico ai sensi dell'art. 1336 c.c. e il relativo contratto si considerava concluso con la restituzione del modulo di delega da parte del socio delegante<sup>439</sup>.

Un diverso indirizzo interpretativo riconduceva, invece, la sollecitazione all'istituto della promessa al pubblico *ex art.* 1989 c.c. Secondo tale ricostruzione, l'oggetto della promessa era costituito dall'impegno del committente a votare le deleghe conformi alle proprie proposte e a seguire le indicazioni del delegante per le deliberazioni eventualmente estranee alla sollecitazione. Il conferimento della delega costituiva l'azione richiesta ai destinatari della promessa e valeva ad identificare i creditori della prestazione<sup>440</sup>.

---

<sup>437</sup> Così M. BIANCA, *supra*, nota 70, p. 299. Riconducevano la sollecitazione di deleghe alla fattispecie del mandato anche M. CIAN, *supra*, nota 435, p. 163; M. CAVANNA, *Commento sub art. 142*, in *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, diretto da Cottino, Utet, 1999, p. 222 e ss.; G. PELLEGRINO, *supra*, nota 78, p. 79 e ss.

<sup>438</sup> Per un esame delle divergenze fra la disciplina del mandato e quella della sollecitazione, v. D. RUFINI, *supra*, nota 329, p. 191. V. anche M. BIANCA, *supra*, nota 70, p. 299 e ss.; M. CIAN, *supra*, nota 435, p. 163.

<sup>439</sup> Sul punto, v. ampiamente G. PELLEGRINO, *supra*, nota 78, p. 75 e ss., che confuta la tesi secondo la quale la sollecitazione costituisce una promessa al pubblico. V. anche M. CIAN, *supra*, nota 435, p. 163; M. BIANCA, *supra*, nota 70, nota 220.

<sup>440</sup> V. M. MALTONI, *supra*, nota 436, p. 167-168; G. MINERVINI, *supra*, nota 268, p. 1241.

### 7.1 *Le difficoltà nella qualificazione del rapporto tra soci deleganti e promotore alla luce della nuova disciplina sull'interruzione della sollecitazione*

Se quello descritto nel paragrafo precedente era il quadro precedente al recepimento della direttiva sui diritti degli azionisti, mi pare che le recenti modifiche legislative e regolamentari impongano di sottoporre a verifica le argomentazioni sopra illustrate.

Procedendo con ordine, si rilevano indicazioni dissonanti in relazione agli elementi in base ai quali si evinceva la sussistenza di un rapporto obbligatorio fra il promotore e i soci deleganti. Se infatti, da un lato, l'obbligo per il promotore di votare per conto del delegante *anche* sulle materie non oggetto di sollecitazione ha trovato consacrazione nella disciplina primaria, rafforzando così la tesi di un vincolo obbligatorio in capo al promotore, la disciplina regolamentare in materia di interruzione della sollecitazione sembra offrire un riscontro meno sicuro in tal senso.

Infatti, a differenza che in passato, l'art. 139, comma 2 del Regolamento Emittenti prevede che, in caso di interruzione della sollecitazione, il promotore che ne abbia fatto riserva nel prospetto non sia tenuto ad esercitare il voto relativo alle azioni per le quali la delega è stata conferita prima della diffusione della notizia dell'interruzione, da pubblicarsi secondo le medesime modalità viste per il prospetto.

Pertanto, nel caso in cui il prospetto non riporti alcuna riserva, *nulla quaestio*: il promotore sarà vincolato ad esercitare le deleghe ricevute e, qualora intenda interrompere la sollecitazione, dovrà comunque adempiere all'obbligo assunto con riguardo alle deleghe pervenute prima della pubblicazione della notizia di interruzione.

L'interrogativo che si pone riguarda allora l'ipotesi in cui il promotore si avvalga della facoltà ora illustrata: vale l'esercizio di siffatta opzione ad escludere che il rapporto in esame sia di tipo obbligatorio e a configurare la delega di voto come un atto attributivo della mera rappresentanza?

Una risposta positiva, che a tutta prima parrebbe legittima, non sembra resistere ad un più attento esame della questione in un'ottica sistematica. Infatti, qualora si ammettesse che il promotore, il quale faccia riserva di non esercitare, in caso di interruzione della sollecitazione, le deleghe pervenutegli, agisca in base ad un rapporto meramente rappresentativo, sarebbe giocoforza concludere che lo stesso si verrebbe a trovare in una posizione di potere in relazione a *ciascuna* delle deleghe ricevute. Siffatta posizione di potere permarrrebbe anche qualora il promotore decidesse di portare a termine la sollecitazione, legittimandolo a decidere se e quali deleghe esercitare. È evidente che tale conclusione non è ammissibile alla luce della disciplina sin qui esaminata. Parimenti è da escludere la possibilità che al promotore che interrompa la sollecitazione sia consentito scegliere discrezionalmente di esercitare solo alcune delle deleghe raccolte, possibilità che invece dovrebbe essere ammessa qualora si risponda affermativamente al quesito innanzi posto.

Se dunque è legittimo ritenere che la previsione della riserva sopra illustrata non muti la natura obbligatoria del rapporto fra deleganti e delegato, è possibile procedere alla qualificazione di tale rapporto in una prospettiva unitaria. Giova a tal fine riprendere l'esame delle due alternative individuate dalla dottrina con riferimento alla disciplina previgente e chiedersi se la sollecitazione vada ricondotta alla fattispecie dell'offerta al pubblico, prodromica ad una relazione contrattuale, ovvero a quella della promessa al pubblico, costitutiva di un rapporto negoziale unilaterale.

L'esame delle disposizioni relative all'interruzione della sollecitazione orienta verso la prima ipotesi. Al promotore è infatti consentito interrompere la sollecitazione a sua discrezione, dandone notizia con le stesse modalità adottate per la diffusione del prospetto. Tale previsione ricalca l'art. 1336, comma 2 c.c., che sancisce la libera

revocabilità dell'offerta al pubblico, aspetto che viceversa non caratterizza la promessa al pubblico, revocabile solo per giusta causa<sup>441</sup>.

Il rapporto contrattuale di evidente natura gestoria che si viene ad instaurare fra promotore e deleganti è riconducibile al mandato, pur presentando alcune caratteristiche peculiari che inducono a ritenere che il legislatore abbia tratteggiato la disciplina di un sottotipo del mandato<sup>442</sup>. In proposito giova peraltro sottolineare che l'onerosità non è un requisito essenziale del mandato, che invece è "*un negozio indifferente rispetto alla gratuità o onerosità*"<sup>443</sup>.

Nell'ambito della ricostruzione proposta resta ancora da risolvere l'apparente incongruenza relativa alla posizione del promotore che si riserva la possibilità di non esercitare le deleghe ricevute qualora decida di interrompere la sollecitazione.

Soccorre in proposito la disciplina relativa alla rinuncia del mandatario (art. 1727 c.c.), che prevede che quest'ultimo possa rinunciare all'incarico ma sia tenuto al risarcimento del danno nei confronti del mandante qualora (i) manchi una giusta causa, ovvero (ii) pur in presenza di giusta causa, la rinuncia non sia stata fatta in modo e in tempo tali da consentire al mandante di provvedere altrimenti.

Come si è rilevato, la riserva prevista dall'art. 139, comma 2 del Regolamento Emittenti non legittima il promotore a scegliere *se* e *quali* deleghe esercitare, bensì gli consente, qualora interrompa la sollecitazione, di non sobbarcarsi l'onere connesso all'esercizio del voto per *tutte* le azioni per le quali ha raccolto la delega. Nella prospettiva delineata, pertanto, la decisione di interrompere la complessiva operazione di sollecitazione, esterna al singolo rapporto contrattuale che vincola il promotore a ciascun delegante, viene riconosciuta dal legislatore come "*causa*" che

---

<sup>441</sup> V. C.A. GRAZIANI, *Le promesse unilaterali*, in *Trattato di diritto privato* diretto da Rescigno, vol. 9 *Obbligazioni e contratti*, tomo 1, Utet, 1988, p. 700.

<sup>442</sup> Così M. CIAN, *supra*, nota 435, p. 163.

<sup>443</sup> Così A. LUMINOSO, *Il Mandato in Diritto civile*, diretto da Lipari e Rescigno, vol. III, tomo 3, Giuffrè, 2009, 402 e ss., p. 417.

legittima la rinuncia all'esecuzione dell'incarico da parte del promotore-mandatario e ciò, beninteso, a condizione che tale rinuncia operi con riferimento a tutti i contratti conclusi.

Una conseguenza non trascurabile di questa interpretazione, che consente di limitare i rischi di comportamenti abusivi potenzialmente derivanti dalla disposizione regolamentare citata, risiede nel fatto che il promotore può essere tenuto a risarcire il danno patito dai soci deleganti che per effetto dell'interruzione della sollecitazione si siano visti preclusa la possibilità di esercitare altrimenti il diritto di voto.

## **8. La violazione della disciplina sulla sollecitazione. Rimedi risarcitori e invalidanti**

La recente riforma non ha arricchito le frammentarie disposizioni relative alle conseguenze scaturenti dalla violazione da parte del committente degli obblighi informativi e delle altre disposizioni relative alla sollecitazione di deleghe<sup>444</sup>. L'individuazione dei rimedi azionabili a fronte dell'inosservanza della disciplina in esame è pertanto in larga parte rimessa all'opera ricostruttiva dell'interprete, condotta alla tenue luce delle indicazioni fornite dall'art. 143 del TUF.

La struttura rimediale da comporre, peraltro, presenta profili di complessità e delicatezza evidenti ove si consideri che le violazioni in parola sono suscettibili di produrre effetti su tre distinti piani.

Il primo e più immediato ambito riguarda il rapporto fra i soggetti sollecitati e il promotore, all'interno del quale occorre definire i confini e le modalità operative della tutela risarcitoria spettante ai destinatari della sollecitazione viziata.

Il secondo campo d'indagine concerne la relazione fra il delegante e la società: rileva al riguardo la ricaduta che l'inosservanza delle disposizioni sulla

---

<sup>444</sup> M. BIANCA, *supra*, nota 70, p. 325, prima della riforma, rilevava l'assenza di indicazioni, in particolare, circa le conseguenze che la violazione delle disposizioni sulla sollecitazione avesse sulla validità delle deliberazioni.

sollecitazione può produrre sulla regolarità dei singoli voti delegati, ponendosi la questione relativa all'ammissibilità di un'autonoma impugnazione di tali voti.

Il terzo profilo rilevante coinvolge gli altri soci e i terzi interessati dall'esito delle deliberazioni assembleari, dovendosi in proposito chiarire se e in che modo il mancato rispetto della disciplina in esame incida sulla validità della deliberazione dell'assemblea.

Non sfugge, peraltro, che i temi appena menzionati, pur concettualmente distinti, sono caratterizzati da significative interrelazioni.

Muovendo dall'esame della responsabilità del promotore nei confronti dei soggetti sollecitati, occorre soffermarsi innanzi tutto sulla clausola generale che definisce la portata degli obblighi informativi del promotore. L'art. 143, comma 1 del TUF precisa che le informazioni contenute nel prospetto o nel modulo di delega e quelle eventualmente diffuse nel corso della sollecitazione devono essere idonee a consentire all'azionista di assumere una decisione consapevole. Il secondo comma del citato articolo, aggiunge che il promotore risponde anche della completezza dell'informazione diffusa.

Idoneità e completezza sono pertanto i due parametri generali che devono orientare la redazione della documentazione relativa alla sollecitazione, nella quale è da ritenersi compreso, benché la disposizione richiamata non vi faccia espresso riferimento, anche l'avviso di cui all'art. 136 del Regolamento Emittenti<sup>445</sup>.

Invero il secondo requisito potrebbe ritenersi compreso nel primo, atteso che l'idoneità a consentire all'azionista una decisione consapevole costituisce, più che un criterio redazionale, l'obiettivo a cui l'informazione diffusa dal promotore deve tendere, obiettivo che non può ritenersi raggiunto se tale informazione è incompleta.

---

<sup>445</sup> In questo senso, v. P. SFAMENI, *supra*, nota 325, p. 1446, argomentando sulla base dell'art. 134, comma 10 (ora 136, comma 8) del Regolamento Emittenti. Sull'avviso di avvio della sollecitazione, v. *supra*, par. I in questo capitolo.

Il prospetto e gli altri documenti citati devono pertanto contenere tutte le informazioni richieste dalla legge e dal regolamento. Il requisito dell'idoneità contribuisce a qualificare tale affermazione. Da un lato, infatti, le omissioni saranno da reputarsi rilevanti qualora suscettibili di compromettere la capacità di valutazione dell'azionista medio<sup>446</sup>, dall'altro lato non può reputarsi sufficiente la completezza in senso formale, intesa come mera corrispondenza del documento informativo al modello regolamentare previsto. Si può, infatti, ritenere che, anche in omaggio ai principi di correttezza, diligenza e trasparenza che guidano l'attività di sollecitazione<sup>447</sup>, sia onere del promotore integrare e precisare le informazioni richieste, ove ciò sia necessario ad un'adeguata informativa nei confronti dei soggetti sollecitati<sup>448</sup>.

Un secondo aspetto meritevole di menzione concerne la corrispondenza delle informazioni fornite alla realtà dei fatti, ovvero la loro veridicità<sup>449</sup>. Mentre nessun dubbio si pone in relazione alle informazioni che riguardano direttamente il promotore (si pensi, ad esempio, alla descrizione delle eventuali posizioni di conflitto di interessi), occorre chiedersi come tale requisito sia da applicarsi alle informazioni c.d. "di secondo grado", ossia a quelle informazioni provenienti dall'emittente<sup>450</sup>, che

---

<sup>446</sup> P. SFAMENI, *supra*, nota 325, p. 1451, ritiene che la circostanza che una determinata informazione sia richiesta dalla legge o dal regolamento fondi una presunzione relativa di rilevanza dell'informazione stessa. Sebbene tale affermazione sia da condividere in linea generale, possono ipotizzarsi casi in cui l'omissione di informazioni marginali, pur contemplate dallo schema allegato al Regolamento Emittenti, non renda il prospetto informativo idoneo a consentire una consapevole decisione.

<sup>447</sup> Cfr. art. 137, comma 1 del Regolamento Emittenti.

<sup>448</sup> V. L. SCHIUMA, *supra*, nota 82, p. 179; O. CAPOLINO, *supra*, nota 321, p. 1300. M. BIANCA, *supra*, nota 70, p. 291 ritiene che le informazioni integrative non possano essere incluse nel prospetto informativo, ma debbano essere contenute in documenti distinti.

<sup>449</sup> Risolvono positivamente la questione relativa alla veridicità delle informazioni M.C. CARDARELLI, *supra*, nota 290 e R. SACCHI, *supra*, nota 87, p. 390. Il punto è ritenuto pacifico dagli altri Autori che si sono occupati della materia.

<sup>450</sup> Si tratta, in particolare, dell'informativa preassembleare, sulla quale v. per cenni e per i relativi riferimenti bibliografici *supra*, nota 381. Le informazioni citate nel testo, invero, possono provenire anche da altri azionisti che abbiano presentato proposte di integrazione all'ordine del giorno o di delibere alternative su punti già iscritti all'ordine del giorno. Nel caso in cui siano promosse più

confluiscono, eventualmente corredate da valutazioni o integrazioni, nei documenti relativi alla sollecitazione.

Fatta eccezione per l'ipotesi in cui sia la stessa società a lanciare la sollecitazione, il promotore non ha accesso alle fonti delle citate informazioni. Pertanto, anche in considerazione del canone di diligenza che, come vedremo, definisce la condotta del promotore, pare corretto ritenere che il dovere di controllo delle informazioni provenienti da terzi sia limitato ad una verifica della loro congruenza intrinseca alla luce delle notizie disponibili e non imponga l'onere di ulteriori ricerche o analisi<sup>451 452</sup>.

Al fine di consentire una consapevole valutazione ai soggetti sollecitati, le informazioni ad essi destinate devono essere altresì espone in termini chiari e comprensibili.

Alla luce di quanto sin qui osservato, completezza, veridicità e chiarezza espositiva sono le caratteristiche che definiscono, in una prospettiva statica, l'idoneità dell'informazione a consentire ai soggetti a cui è rivolta di assumere una decisione consapevole.

I contorni del requisito dell'idoneità informativa emergono non solo in positivo, attraverso l'individuazione dei suoi contenuti, ma anche in negativo, in quanto la mancanza delle caratteristiche sopra menzionate è suscettibile di fondare la

sollecitazioni, inoltre, le informazioni di secondo grado possono avere come riferimento anche dati o notizie fornite da altri promotori.

<sup>451</sup> Le considerazioni svolte nel testo valgono anche per il requisito della completezza delle informazioni esaminato in precedenza. In senso conforme, v. L. SCHIUMA, *supra*, nota 82, p. 179. Ovviamente le integrazioni e le valutazioni autonomamente formulate dal promotore sono da sottoporre ad uno scrutinio più severo. Sulle diverse articolazioni del rapporto fra l'informazione del promotore e quella dell'emittente v. P. SFAMENI, *supra*, nota 325, p. 1448 e ss.

<sup>452</sup> Si noti che la disciplina relativa alla responsabilità da prospetto relativo all'offerta al pubblico di prodotti finanziari, che, come si vedrà tra breve, presenta ampie analogie con quella in esame, sembra limitare la responsabilità dell'emittente alle informazioni che provengono dallo stesso. In questo senso, v. P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Giuffrè, 2008, p. 227.

responsabilità del promotore. Assume rilievo in tal senso il comma 3 dell'art. 143 del TUF che esclude la responsabilità del promotore qualora lo stesso dimostri di aver agito con la diligenza richiesta. La possibilità di tale prova liberatoria contribuisce a definire il requisito in esame: l'inidoneità non rileva in senso assoluto, il che indurrebbe a ricostruire lo *standard* di responsabilità del promotore in termini assai elevati<sup>453</sup>, bensì in quanto derivi da un comportamento negligente, delineando così una responsabilità per colpa.

Ad eccezione dell'inversione dell'onere probatorio di cui alla richiamata disposizione, la disciplina in esame non contiene elementi utili a qualificare ulteriormente la responsabilità del promotore. In proposito va rilevato che, se si accoglie la ricostruzione in termini contrattuali del rapporto che si instaura con gli aderenti alla sollecitazione<sup>454</sup>, il promotore sarà chiamato a rispondere *ex mandato* per gli atti che attengono all'esecuzione di tale rapporto (si pensi, ad esempio, alla violazione dell'obbligo di esercitare il voto delegato anche per le materie non oggetto di sollecitazione<sup>455</sup>, ma anche, per restare all'ambito dei doveri informativi, alle comunicazioni non rispondenti ai canoni sopra individuati rivolte a coloro che abbiano già conferito la delega).

Maggiori dubbi in ordine alla natura della responsabilità in esame si pongono nelle ipotesi in cui essa sorga nella fase precedente al ricevimento delle deleghe di voto e, in particolare, quando derivi dalla *inidoneità* dell'informativa contenuta nell'avviso di avvio della sollecitazione o nel prospetto relativo. Benché la dottrina prevalente abbia affermato la natura contrattuale di tale responsabilità, si ripropongono in merito i termini del dibattito che ha caratterizzato il tentativo di qualificazione della responsabilità da prospetto di sollecitazione del pubblico

---

<sup>453</sup> V., con riferimento alla responsabilità da prospetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto*, Giuffrè, 1986 p. 110 e ss.

<sup>454</sup> V. *supra*, par. 7.1 in questo capitolo.

<sup>455</sup> V. *supra*, nota 426 e testo corrispondente.

risparmio (ora offerta al pubblico di prodotti finanziari). Tale dibattito non ha condotto ad un definitivo approdo ma è invece continuato, alimentandosi anzi di nuove incertezze normative, dopo che, con il recepimento della Direttiva Prospetti, è stata introdotta una disciplina che presenta ampi tratti di analogia con quella in esame<sup>456</sup>.

Senza volersi addentrare in questa sede in un esame di tale questione, preme sottolineare che, qualunque sia la soluzione adottata in ordine alla natura della responsabilità qui in discussione, il delegante dovrà dimostrare gli elementi a fondamento della propria pretesa e cioè (i) la violazione dell'obbligo di idonea informazione, (ii) il danno patito e (iii) il nesso causale tra la violazione e il danno. Particolarmente problematica appare la prova relativa a quest'ultimo elemento, a sua volta scomponibile in due distinti segmenti: il primo relativo all'efficienza eziologia del vizio informativo sulla determinazione del voto, per provare la quale il delegante danneggiato deve dimostrare che se fosse stato informato in modo idoneo avrebbe votato diversamente<sup>457</sup>; il secondo relativo all'effettivo nesso causale del voto espresso rispetto al danno.

---

<sup>456</sup> V. art. 98, comma 8 del TUF introdotto dal d.lgs. n. 51/07 in attuazione della direttiva 2003/71/CE: "*L'emittente, l'offerente e l'eventuale garante, a seconda dei casi, nonché le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto rispondono, ciascuno in relazione alle parti di propria competenza, dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto, a meno che non provi di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso*". In proposito v. F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Cedam, 2011; A. ANELLI, *La responsabilità da prospetto fra novità legislative e sentenze della Suprema Corte*, Le Società, 2011, p. 414 e ss.; N. RIZZUTI, *Responsabilità da prospetti e culpa in contraendo*, Giur. it., 2011, p. 291 e ss.; P. GIUDICI, *supra*, nota 452, p. 225 e ss.; N. AFFERNI, *Responsabilità da prospetto: natura, danno risarcibile e nesso di causalità*, *Danno e resp.*, 2011, p. 621 e ss.; V. SANGIOVANNI, *Prospetto informativo e responsabilità civile secondo la Cassazione*, *Corr. giur.*, 2011, p. 359 e ss.; E. MACCHIAVELLO, *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari*, in *Trattato della responsabilità contrattuale* diretto da Visintini, vol. II, Cedam, 2009, p. 793 ss.; S. BRUNO, *La (nuova) responsabilità da prospetto verso il pubblico*, BBTC, 2008, p. 786 e ss.

<sup>457</sup> Il delegante dovrebbe quindi provare la rilevanza dell'inesattezza e/o omissione informativa (*materiality*) e l'affidamento riposto sulle informazioni fornite per orientare la propria decisione in merito al conferimento della delega e alla direzione del voto (*reliance*).

È evidente che la complessità di tale sistema probatorio potrebbe rendere difficilmente operante la disciplina della responsabilità del promotore, in assenza di opportune presunzioni volte ad alleviare la posizione del delegante-attore, altrimenti chiamato a fornire una *probatio* pressoché diabolica<sup>458</sup>.

Come si è rilevato, la responsabilità del promotore nei confronti dei soggetti sollecitati non rappresenta l'unica conseguenza della violazione delle norme che disciplinano la sollecitazione. Accanto a tale rimedio di tipo risarcitorio, vengono in considerazione infatti i possibili rimedi invalidanti, volti a rimuovere gli effetti dei voti esercitati in esito ad una sollecitazione illegittimamente condotta. In tal senso la prospettiva d'indagine concerne le ricadute che una sollecitazione viziata può avere sulla validità dei voti singolarmente considerati e sulla deliberazione assembleare assunta con tali voti.

Il tema è assai complesso e in questa sede è possibile farvi solo cenno.

Per quanto concerne il primo aspetto, il quesito di vertice che occorre sciogliere concerne la possibilità di far valere in via autonoma i vizi del singolo voto, indipendentemente dall'impugnazione della delibera assembleare<sup>459</sup>. Una volta risolta positivamente tale questione, si può riconoscere al delegante la legittimazione ad impugnare il proprio voto se viziato a seguito della violazione delle norme sulla sollecitazione.

---

<sup>458</sup> Le difficoltà relative alla prova del nesso di causalità, che tradizionalmente rappresentano un tema cruciale della responsabilità per il prospetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari (v. P. GIUDICI, *supra*, nota 452, p. 236 e ss.), sono ampiamente analizzate nella prospettiva che qui interessa da P. SFAMENI, *supra*, nota 325, p. 1473 e ss. Il punto è ripreso anche da P. PISCITELLO, *Commento sub art. 143*, in *Testo unico della finanza*, commentario diretto da Campobasso, vol. II, Utet, 2002, p. 1164; G. MEO, *supra*, nota 289, p. 164-165 e, da ultimo, da C. PASQUARIELLO, *Commento sub art. 143 TUF*, NLGC, 2011, p. 770. In proposito merita sottolineare che la Corte di Cassazione, con riferimento al prospetto relativo all'offerta al pubblico di prodotti finanziari, ha recentemente stabilito una presunzione relativa in merito all'affidamento dell'investitore sulle informazioni fuorvianti contenute nel prospetto (*reliance*), quando esse non sono limitate e marginali. La sentenza, peraltro, afferma la natura extracontrattuale della responsabilità da prospetto. V. Cass. n. 14056/2010, edita in numerose riviste con i commenti di Afferni, Anelli, Rizzuti e Sangiovanni, *supra*, nota 456.

<sup>459</sup> V. *supra*, nota 320.

Tale impugnativa è volta a tutelare i diritti individuali del socio quali, ad esempio, il diritto ad impugnare la deliberazione e il diritto di recesso, che sarebbero lesi qualora, per intervento del promotore, si verifici una divergenza tra la volontà del delegante e il voto espresso per suo conto dal rappresentante. A tale stregua, andrebbe di volta in volta indagata la sussistenza degli elementi che fondano l'impugnazione. E così, ad esempio, qualora l'informazione diffusa dal promotore abbia indotto in errore il delegante, si potrebbe riconoscere al delegante, pur con i dubbi del caso<sup>460</sup>, la possibilità di impugnare il voto viziato. Con maggior sicurezza si potrebbe affermare il diritto all'autonoma impugnazione dei voti espressi dal promotore violando o eccedendo le istruzioni ricevute (arg. *ex art.* 1398 c.c.)<sup>461</sup>.

Su un diverso piano si pone, infine, la questione relativa agli effetti che il mancato rispetto delle norme sulla sollecitazione è suscettibile di produrre sulla validità della deliberazione.

Come si è più volte sottolineato nel corso di questo studio, la disciplina della sollecitazione di deleghe non sovrintende al mero esercizio della rappresentanza, ma è volta a bilanciare e proteggere interessi che vanno al di là dell'integrità del rapporto rappresentativo e sono propri del diritto societario. In tale prospettiva il voto assume rilievo anche (e soprattutto) sotto il profilo procedimentale, rilievo accresciuto dalla circostanza che, in particolare nella prospettiva delineata dalla recente riforma, non pare difficile guardare alla sollecitazione come a un elemento organico di un procedimento assembleare destrutturato e non più limitato al momento collegiale. In questo senso qualsiasi violazione della disciplina in esame, ove riguardi un voto

---

<sup>460</sup> Tali dubbi concernono, in particolare, la riconoscibilità dell'errore da parte della società.

<sup>461</sup> Che gli atti compiuti dal *falsus procurator* siano affetti da inefficacia non rilevabile d'ufficio, ma solo su eccezione di parte, alla quale è legittimato solo lo pseudo-rappresentato è principio costantemente affermato in giurisprudenza (v., tra le altre, Cass. nn. 2860/2008, 3872/2004, 11772/2003, 12144/1999, 11396/1999, 4257/1997). Nel senso indicato nel testo, v. G. PALMIERI, *supra*, nota 322, p. 1131.

determinante, dovrebbe costituire presupposto per l'annullamento della deliberazione<sup>462</sup>.

## 9. Osservazioni conclusive

La direttiva sui diritti degli azionisti ha fornito agli Stati membri un chiaro indirizzo verso l'eliminazione degli ostacoli alla partecipazione assembleare. Ne sono esempio gli interventi in materia di informazione preassembleare, la previsione di un sistema di legittimazione al voto svincolato dal blocco delle azioni e la rimozione dei vincoli al voto per delega.

Con riferimento a quest'ultimo aspetto, il legislatore italiano, cogliendo la citata indicazione, ha adeguato la disciplina della rappresentanza azionaria alle previsioni comunitarie e ha significativamente modificato la normativa sulla sollecitazione di deleghe, benché essa non rientrasse direttamente nell'ambito della direttiva citata.

Come non si è mancato di sottolineare, l'esercizio del voto tramite rappresentante contiene in sé un imprescindibile dualismo: da un lato esso consente di estendere la partecipazione assembleare, con l'effetto di accrescere la funzionalità dell'assemblea e di permettere il voto da parte di soggetti altrimenti impossibilitati ad esprimerlo; dall'altro assegna al delegato un potere di voto svincolato dall'investimento nella società ed è fonte di possibili abusi da parte dello stesso delegato. Il rischio di comportamenti irregolari aumenta in presenza di una ridotta capacità di verifica del delegante e di un elevato potere discrezionale del delegato, come nel caso in cui, ad esempio, non gli siano state impartite rigorose istruzioni di voto.

---

<sup>462</sup> In questo senso, R. SACCHI, *supra*, nota 119, p. 556 e ss. e G. SCOGNAMIGLIO, *Intervento al seminario sulla Direttiva azionisti*, Roma, 29 ottobre 2010, atti in corso di pubblicazione su Giur. comm. *Contra* G. GUIZZI, *Gli azionisti e l'assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, RDS, 2011, 2 e ss., p. 10-11.

Nella ricerca di un non facile equilibrio tra l'esigenza di agevolare la partecipazione assembleare e quella di evitare distorsioni nell'esercizio del voto per delega, attraverso regole che inevitabilmente finiscono per limitarne la fruibilità, la nuova disciplina della rappresentanza azionaria, conformemente alle indicazioni comunitarie, sembra orientarsi in favore della prima.

Con riferimento alla delega sollecitata, che costituisce oggetto precipuo del presente studio, il dualismo ora evidenziato assume proporzioni assai più rilevanti.

Il potere di voto ottenibile dal promotore è, infatti, enormemente accresciuto in quanto il meccanismo della sollecitazione gli consente di rastrellare le deleghe da un numero assai elevato di azionisti. Anche in considerazione del fatto che, come visto, il promotore può essere un soggetto estraneo alla compagine sociale, la divaricazione fra il suo potere di voto e la quota di rischio sopportata è massima.

Inoltre, rovesciando i termini del normale rapporto rappresentativo, la sollecitazione presuppone che l'iniziativa parta dal delegato, il quale ne sopporta altresì costi. Il promotore ha pertanto un evidente interesse ad indirizzare il voto dei soggetti a cui si rivolge, la fine di disporre di voti orientati nel senso desiderato che gli consentano di "pesare" in assemblea.

Il ruolo centrale assunto dal promotore e la stessa disciplina della sollecitazione rivelano chiaramente che il dualismo di cui si diceva connatura la funzione stessa dell'istituto. Accanto all'esigenza di rappresentanza dell'azionariato diffuso, emerge, infatti, con valenza a mio avviso preponderante, la funzione della sollecitazione quale strumento di *governance* utilizzabile dal promotore.

La tensione fra i due obiettivi citati è evidente. Il D.lgs n. 27/2010 non abbandona l'impostazione precedente, che vedeva negli obblighi informativi e di correttezza a carico del promotore i principali presidii contro possibili abusi. Tuttavia, il quadro legislativo e regolamentare risultante dalla recente riforma segna, sotto alcuni aspetti, un diverso punto di equilibrio.

Consapevoli della necessità di snellire una procedura che, per diverse ragioni, era risultata totalmente inefficiente, il legislatore e la Consob hanno delineato una disciplina in cui gli interventi volti a facilitare l'utilizzo della sollecitazione inevitabilmente si riflettono in un abbassamento del livello di tutela per gli azionisti oblati. In tal senso rilevano, ad esempio, l'eliminazione del controllo *ex ante* sul prospetto da parte dell'Autorità di vigilanza, l'abolizione dei requisiti per il promotore e, anche se in minor misura, l'abolizione della figura dell'intermediario.

Nel corso del presente lavoro si sono segnalate le diverse aree di criticità non risolte dalla riforma, che anzi, in alcuni casi, ha aggiunto elementi di ambiguità<sup>463</sup>. Tuttavia, pur essendo necessari ulteriori miglioramenti, il giudizio sui menzionati interventi di livello tecnico è complessivamente positivo. Sono stati chiariti alcuni dei dubbi posti dalla precedente normativa e si è migliorata la funzionalità della procedura. È un dato incontrovertibile che, in un clima di rinnovato interesse per l'assemblea, il mercato abbia "*riscoperto*" la sollecitazione di deleghe<sup>464</sup>.

In secondo luogo, va rilevato che la disciplina riformata conferma e, per certi versi, accentua la precedente impostazione che riconosceva la segnalata funzione dell'istituto in esame quale strumento "di intervento" del promotore. Infatti, sebbene non manchino alcuni elementi indicativi della funzione di rappresentanza dell'azionariato diffuso, è indubbia la propensione ad un rafforzamento della posizione del promotore quale *dominus* dell'iniziativa. Si può leggere in tal senso la mancata imposizione di un sistema *two-way proxy* generalizzato e, soprattutto, la regolamentazione relativa all'interruzione della sollecitazione.

---

<sup>463</sup> Ci si riferisce, ad esempio, alle incertezze circa la possibilità per il promotore di rivolgersi solo ad alcuni soggetti determinati (v. *supra*, nota 278 e testo corrispondente) e circa la rilevanza del voto non conforme dei deleganti (v. *supra*, par. 6 in questo capitolo).

<sup>464</sup> V. L. ENRIQUES, *L'azionista riscopre l'assemblea*, Il Sole 24 ore, 7 luglio 2011, disponibile su: [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com).

Benché questa impostazione appaia condivisibile, nonché l'unica ad offrire una concreta prospettiva di utilizzo della sollecitazione, nel corso del presente studio si sono puntualmente evidenziate le criticità derivanti da talune disposizioni che subordinano eccessivamente il meccanismo della delega sollecitata all'interesse del promotore. Fra queste, ad esempio, la citata disciplina dell'interruzione.

Peraltro, giova sottolineare che, secondo la chiave di lettura proposta, l'opzione legislativa volta a rendere la sollecitazione appetibile e funzionale per il promotore non si traduce necessariamente nel rafforzamento del gruppo di controllo. Come già rilevato, infatti, la sollecitazione di deleghe è un mezzo neutro: essa si presta, da un lato, ad iniziative volte alla contesa e, specularmente, al consolidamento del controllo, dall'altro costituisce uno strumento di *voice* per le minoranze. Con riferimento a questi elementi di ambivalenza, è possibile formulare qualche ulteriore considerazione in merito alla disciplina esaminata.

La struttura proprietaria concentrata e la diffusione di un modello di controllo che prevede un socio o una coalizione di riferimento sono elementi che tradizionalmente caratterizzano le società quotate italiane, limitandone fortemente la contendibilità<sup>465</sup>. In tale quadro sono condivisibili le perplessità espresse dalla dottrina circa la possibilità che la sollecitazione di deleghe, pur nella sua rinnovata veste, divenga uno strumento di largo utilizzo per l'acquisizione del controllo. E ciò anche, va aggiunto, in ragione dei limiti dello strumento, che non consente un controllo stabile come quello ottenibile attraverso il lancio di un'OPA, tanto che, come si è visto, negli Stati Uniti la *proxy fight* è spesso utilizzata per spianare la strada al successivo lancio di una *tender offer*.

L'impiego combinato di una sollecitazione di deleghe con un'OPA, in linea teorica, potrebbe costituire anche nel nostro Paese una delle applicazioni della disciplina oggetto di studio.

---

<sup>465</sup> V. *supra*, cap. I, par. 8.

È noto, infatti, che l'art. 104, comma 1-*ter* del TUF, introdotto con il D.lgs. n. 146/2009, consente di derogare statutariamente alla c.d. *passivity rule*, prevista nel medesimo articolo, che subordina all'autorizzazione assembleare l'attuazione di misure difensive da parte di una società oggetto di OPA. Qualora la società *target* abbia esercitato tale facoltà di *opt-out*, rimettendo quindi agli amministratori la scelta sull'adozione di misure di difesa, un potenziale scalatore potrebbe valutare la possibilità di lanciare una sollecitazione per facilitare una successiva offerta pubblica. Tuttavia, le già citate caratteristiche della struttura proprietaria delle società italiane, unitamente alle difficoltà tecniche derivanti dalla combinazione della procedura della sollecitazione con quella dell'OPA, rendono quella menzionata un'ipotesi difficilmente attuabile.

In realtà, la presenza di un socio o di una coalizione di controllo minoritario non preclude la possibilità di successo di una sollecitazione di deleghe. Paradigmatico in tal senso è il caso della società Cape Live, oggetto della prima *proxy fight* italiana, in cui ha prevalso il socio di minoranza nei confronti di una coalizione che aggregava circa il 28,2% del capitale. I miglioramenti apportati alla procedura della sollecitazione sotto il profilo della funzionalità, consentono dunque di non escludere a priori la rilevanza della stessa sollecitazione come autonomo strumento di acquisizione del controllo, in quanto diretto a consentire al promotore la nomina della maggioranza dell'organo amministrativo.

Si potrebbe discutere in merito alla natura dell'influenza così esercitata dal promotore, posto che lo stesso, anche nell'ipotesi in cui la sollecitazione vada a buon fine, non sarebbe titolare di una partecipazione che gli consente l'esercizio del controllo in maniera continuativa. Il tema richiederebbe ampio approfondimento, in questa sede ci si può limitare ad osservare che, anche in ragione della riconosciuta possibilità per gli amministratori di effettuare una sollecitazione "difensiva", la posizione d'influenza del promotore assume un carattere che va al di là della mera occasionalità. Significativa, in proposito, è la circostanza che l'art. 44-*quater*, comma

2, lett. *d* del Regolamento Emittenti contenga una sorta di “presunzione negativa” circa la (non) sussistenza di un’azione di concerto fra i soggetti che collaborano, anche attraverso una sollecitazione di deleghe, al fine di far confluire i voti su una lista che candidi un numero di soggetti “*inferiore alla metà dei componenti da eleggere*”. Benchè la tecnica legislativa lasci qualche perplessità, la stessa Consob ha sottolineato come tale presunzione “*potrebbe indicare, a contrario, che l’attività di collaborazione per la presentazione di una lista volta all’elezione della maggioranza, pur non costituendo una presunzione relativa, rappresenta comunque indizio che, unitamente ad altri elementi potrà portare ad individuare un’azione di concerto*”<sup>466</sup>.

La sollecitazione di deleghe, come più volte sottolineato nel presente studio, si presta anche ad essere uno strumento di intervento assai meno drastico del cambio del controllo. Essa infatti, se opportunamente utilizzata, può costituire un importante strumento di *voice* della minoranza attiva, in quanto consente di accrescere il grado di monitoraggio sull’operato degli amministratori e, quindi, indirettamente, sul socio di controllo, nonché un potere di veto su talune decisioni di fondamentale importanza.

Quanto al primo aspetto, rilevano gli effetti che l’istituto in esame può avere nel rivivificare taluni diritti della minoranza. Si pensi, in particolare, al penetrante mezzo di controllo costituito dalla nomina dell’amministratore e del sindaco di minoranza, in relazione al quale, peraltro, si può immaginare un confronto all’interno degli stessi azionisti di minoranza che, attraverso contrapposte sollecitazioni, puntino all’affermazione del proprio candidato. Parimenti significativo, potrebbe essere

---

<sup>466</sup> Così CONSOB, *Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e revisione della regolamentazione in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio. Secondo documento di consultazione*, 18 febbraio 2011, disponibile su [www.consob.it](http://www.consob.it), p. 12. Il paragrafo riportato nel testo è riferito all’art. 44-*quater*, comma 2, lett. *d*, ma il concetto espresso è riferibile anche all’ipotesi in esame. Merita rilevare, peraltro, che la versione inizialmente proposta dalla Consob nel primo documento di consultazione conteneva addirittura una presunzione semplice di concerto per la collaborazione fra azionisti finalizzata all’elezione della maggioranza dei componenti degli organi sociali.

l'utilizzo della sollecitazione in relazione alle deliberazioni sulla remunerazione degli amministratori e dei *managers*, argomento in merito al quale, negli ultimi anni, è stato significativamente ampliato lo spettro di intervento dell'organo assembleare<sup>467</sup>. In questo caso, è evidente che, in presenza di un gruppo di controllo consistente, una sollecitazione lanciata da azionisti attivi difficilmente potrebbe determinare l'esito della deliberazione. Essa, tuttavia, per l'indubbio impatto mediatico, ben potrebbe avere un effetto deterrente e indurre ad un preventivo ripensamento delle pratiche di remunerazione.

Per quanto attiene al secondo aspetto, la sollecitazione viene innanzitutto in rilievo quale strumento utile al promotore al fine di aggregare una minoranza "*di blocco*", che impedisca l'adozione delle deliberazioni di competenza dell'assemblea straordinaria.

Essa, inoltre, può trovare efficace applicazione nell'ambito dell'incisivo rafforzamento dei poteri di intervento dei soci derivante dalla recente introduzione, ad opera della disciplina regolamentare della Consob, del meccanismo del c.d. *whitewash* in relazione a due aspetti cruciali delle dinamiche societarie, vale a dire le operazioni con parti correlate e l'esenzione dall'obbligo di offerta pubblica.

Mi riferisco, quanto alla prima delle menzionate ipotesi, alla disciplina contenuta negli artt. 11 e 8, comma 2 del Regolamento Consob in materia di operazioni con parti correlate<sup>468</sup>. In estrema sintesi, tale disciplina prevede che,

---

<sup>467</sup> V. art. 114-*bis* del TUF in tema di approvazione dei piani di compensi basati su strumenti finanziari, nonché, da ultimo, le Disposizioni in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nelle banche e nei gruppi bancari della Banca d'Italia.

<sup>468</sup> Il Regolamento è stato adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e successivamente modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010. Con comunicazione n. DEM/10078683, la Consob ha fornito indicazioni e orientamenti per l'applicazione del regolamento citato. Per le prime analisi della disciplina, v., fra gli altri, P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, in *Studi in ricordo di P.G. Jaeger*, a cura di R. Sacchi, Giuffrè, 2011, p. 374 e ss.; M. NOTARI, *La "sterilizzazione" del voto nelle società per azioni: appunti in tema di whitewash e dintorni*, *ivi*, p. 397 e ss.; G. GUIZZI, *supra*, nota 462, p. 13 e ss.; S. ESPOSITO, *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario*, Riv. dir. comm., 2010, p. 851 e ss.; ASSONIME, *La disciplina*

qualora un'operazione di maggior rilevanza sia di competenza assembleare<sup>469</sup>, la relativa proposta di deliberazione da sottoporre all'assemblea debba essere approvata con il parere favorevole degli amministratori indipendenti, in difetto del quale l'operazione può essere approvata dall'assemblea solo se, oltre alla maggioranza ordinariamente prescritta, risulti il voto favorevole della maggioranza dei soci non correlati votanti. Con riferimento alle operazioni rilevanti di competenza dell'organo amministrativo, inoltre, la disciplina in parola stabilisce che le operazioni citate possano essere approvate dal consiglio di amministrazione, nonostante il parere contrario degli amministratori indipendenti, purchè il compimento sia autorizzato dall'assemblea con il principio della doppia maggioranza *supra* descritto<sup>470</sup>.

Il meccanismo del *whitewash*, come detto, è contemplato anche in materia di OPA, laddove la nuova formulazione dell'art. 49 del Regolamento Emittenti subordina, in due ipotesi (comma 1, lett. *b*, n. 3(i) e comma 1, lett. *g*), l'esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto alla circostanza che l'operazione rilevante sia approvata *"con delibera assembleare [...] senza il voto contrario della maggioranza dei soci presenti"*<sup>471</sup> *in assemblea diversi dal socio che acquista la partecipazione superiore alla soglia rilevante e dal socio o dai soci che detengono,*

---

*della Consob in materia di operazioni con parti correlate. Circolare n. 38/2010, disponibile su: [www.assonime.it](http://www.assonime.it); nonché i contributi raccolti nel volume AA. Vv., *Le operazioni con parti correlate. Atti del convegno Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza 19 novembre 2010*, a cura di Cariello, Giuffrè, 2011. Per un'ampia lettura di carattere sistematico del regolamento, v. M. MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, Riv. dir. comm., 2010, p. 887 e ss.*

<sup>469</sup> Si pensi, ad esempio, al caso di aumento di capitale riservato ad una società del gruppo con esclusione del diritto di opzione.

<sup>470</sup> Va sottolineato che l'introduzione di questa procedura non ha carattere obbligatoria, bensì è rimessa ad una scelta della società, Fermi restando che, in assenza di tale possibilità di "appello" assembleare, il parere negativo degli amministratori indipendenti impedisce definitivamente l'approvazione della delibera consiliare.

<sup>471</sup> Si badi che, a differenza di quanto previsto in materia di operazioni con parti correlate, la maggioranza di voti negativi è qui calcolata con riferimento ai presenti e non ai votanti, sembrando suggerire, non so quanto volutamente, un diverso criterio per il computo degli astenuti.

*anche di concerto tra loro, la partecipazione di maggioranza anche relativa purché superiore al 10 per cento".*



## BIBLIOGRAFIA

- AA Vv., *Los derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas*, a cura di ABRIANI e IRUJO, Tirant Lo Blanch, 2011
- AA. Vv., *Le operazioni con parti correlate. Atti del convegno Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza 19 novembre 2010*, a cura di Cariello, Giuffrè, 2011
- AA. Vv., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. Atti del convegno in ricordo di P.G Jaeger*, Giuffrè, 2010
- AA. Vv. *Shareholder Rights in Asia: Are Shareholders Flexing Their Muscles to Protect Themselves?*, ottobre 2010, disponibile su: [www.cfainstitute.org](http://www.cfainstitute.org)
- AA. Vv., *Casi e materiali di diritto commerciale*, in *Società per azioni*, vol. I., Giuffrè, 1974
- ABBADESSA P., *Il nuovo ruolo dell'assemblea nella società per azioni*, in Associazione Disiano Preite, *Verso un nuovo diritto societario*, il Mulino, 2002
- ABRIANI N., SANTOSUOSSO D.U., *La direttiva relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate ed il ruolo degli investitori istituzionali nella democrazia azionaria del terzo millennio*, RDS, 2007, p. 141 e 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 AA. Vv., *Scritti in onore di Marcello Foschini*, Cedam, 2011
- ABRIANI N. ET AL., *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, IV, Cedam, 2010
- ADMATI A., PLFEIDER P., *The 'Wall Street Walk' and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice*, 22 *The Review of Financial Studies* (2009) p. 2445 e ss.
- AFFERNI N., *Responsabilità da prospetto: natura, danno risarcibile e nesso di causalità*, *Danno e resp.*, 2011, p. 621 e ss.
- AGANIN A., VOLPIN P., *The History of Corporate Ownership in Italy* in Morck (ed.), *A History of Corporate Governance around the World*, Univ. of Chicago Press, 2003

- AGGARWAL R. *ET AL.*, *Does Governance Travel Around the World? Evidence from Institutional Investors*, ECGI Finance Working Paper No. 267/2010, disponibile su: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1361143](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1361143)
- ALLEN W.T. *ET AL.*, *The Great Takeover Debate: A Meditation on Bridging the Conceptual Divide*, 69 U. Chi. L. Rev. (2002), p. 1067 e ss.
- ANABTAWI I., *Some Skepticism About Increasing Shareholder Power*, 53 UCLA Law Review, (2006), p. 561 e ss.
- ANELLI A., *La responsabilità da prospetto fra novità legislative e sentenze della Suprema Corte*, Le Società, 2011, p. 414 e ss.
- ANGELICI C., *Le «minoranze» nel decreto 58/1998: «tutela» e «poteri»*, Riv. dir. comm., 1998, 1, p. 207 e ss.
- ANGELICI C., *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale<sup>2</sup>*, Cedam, 2006
- AUSTIN D.V., FISHMAN J.A., *Corporations in Conflict. The Tender Offer*, Masters Press, 1970
- ARMOUR J., JACOBS J.B., MILHAUPT C.J., *A Comparative Analysis of Hostile Takeover Regimes in the US, UK and Japan (with Implications for Emerging Markets)*, 52 Harvard International Law Journal (2011), p. 221 e ss.
- ASCARELLI T., *L'art. 163 cod. comm. e la pratica statutaria. Vizi del voto: vizi della deliberazione: nullità e annullabilità*, in *Studi in tema di società*, Giuffrè, 1952
- ASCARELLI T., *I problemi delle società anonime per azioni*, Riv. soc., 1956, p. 1 e ss.
- ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Rapporto sulla società aperta*, Il Mulino, 1997
- ATELLI M., *Tutela della sfera privata e sollecitazione delle deleghe di voto*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli e Lener, Utet, 2004
- ATLANTE N., STELLA RICHTER M. JR., *Il recepimento in Italia della direttiva sui diritti degli azionisti e le modificazioni statutarie conseguenti*, Studio n. 62-2010, in Consiglio Nazionale del Notariato, *Studi e materiali*, 2/2010, Milano, 2010, p. 439 ss.
- AULETTA G., *L'ordinamento della società per azioni*, Riv. soc., 1961, p. 1 e ss.
- AXE L.H., *Corporate Proxies*, 41 Michigan L. Rev. (1942), p. 38 ss.
- BAINBRIDGE S.M., *Redirecting State Takeover Laws at Proxy Contests*, 4 Wisconsin

Law Review (1992), p. 1071 e ss.

BAINBRIDGE S.M., *State Takeover and Tender Offers Regulation post-MITE. The Maryland, Ohio and Pennsylvania*, 90 Dick. L. Rev. (1986), p. 731 e ss.

BAINBRIDGE S.M., *Director Primacy in Corporate Takeovers: Preliminary Reflections*, 55 Stan. L. Rev. (2002) p. 791 e ss.

BAINBRIDGE S.M., *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 Nw. Univ. Law Review (2003), p. 547 ss.

BAINBRIDGE S.M., *The Case for Limited Shareholding Voting Rights*, 53 UCLA L. Rev. (2005), p. 601 e ss.

BAINBRIDGE S.M., *Shareholder Activism and Institutional Investors*, UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 05-20 (settembre 2005), disponibile su: <http://ssrn.com/abstract=796227>

BAINBRIDGE S.M., *Unocal at 20: Director Primacy in Corporate Takeovers*, 31 Del. J. Corp. L. (2006), p. 769 e ss.

BARCA F., SIGNORINI P.E., *Indicazioni e proposte per una disciplina della sollecitazione delle deleghe di voto*, dattiloscritto, 1996

BARNARD J.W., *Institutional Investors and the New Corporate Governance*, 69 N.C. L. Rev. (1991), p. 1135 e ss.

BAUMS T., BUXBAUM R. M., HOPT K. J. (Eds), *Institutional investors and corporate governance*, Berlin – New York, 1993

BAUMS T. & SCOTT K.E., *Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the U.S. and Germany*, 17 J. Applied Corp. Fin. (2005), p. 44 e ss.

BEBCHUCK L.A., *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*, 95 Harv. L. Rev. (1982), p. 1028 e ss.

BEBCHUCK L.A., HART O., *Takeover Bids vs. Proxy Fights in Contest for Corporate Control*, ECGI working paper No. 04/2002

BEBCHUK L.A., COATES J., SUBRAMANIAN G., *The powerful antitakeover force of staggered boards: Theory, evidence and policy*, 54 Stanford Law Review (2002), p. 887 e ss.

BEBCHUCK L.A., *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 Harv. L. Rev. (2005), p. 833 e ss.

BEBCHUK L.A., HAMDANI A., *Optimal Defaults for Corporate Law Evolution*, 96 Nw. U. L. Rev. (2002), p. 489 e ss.

BEBCHUK L.A., *The Myth of the Shareholder Franchise*, 93 Virginia Law Review, (2007), p. 675 e ss.

BEBCHUK L.A., HIRST S., *The Harvard Law School Proxy Access Roundtable* (January 1, 2010), Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 661, disponibile su: [ssrn.com](http://ssrn.com)

BERLE A.A., *Corporate Powers as Powers in Trust*, 44 Harvard Law Review 1049 (1931), p. 1049 e ss.

BERLE A.A., MEANS G.C., *The modern corporation and private property*<sup>10</sup>, New Brunswick, 2009 (ed. orig. Harcourt, Brace & World, 1932)

BETTI E., *Teoria generale del negozio giuridico*<sup>2</sup>, ESI, 1994

BIANCA M., *Diritto Civile*, vol. III, *Il Contratto*, Giuffrè, 2000

BIANCA M., *La rappresentanza dell'azionista nelle società a capitale diffuso*, Cedam, 2003

BIANCHI M., BIANCO M., *Italian Corporate Governance in the Last 15 Years: From Pyramids to Coalitions?*. ECGI - Finance Working Paper No. 144/2006, novembre 2006, disponibile su: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=952147](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=952147)

BIANCHI M., *Intervento al seminario sulla Direttiva azionisti*, Roma, 29 ottobre 2010, atti in corso di pubblicazione su Giur. Comm

BIANCHI T., *Audizione del Presidente dell'Associazione Bancaria Italiana*, Riv. soc., 1998, p. 257 e ss.

BLACK B.S., *Shareholder Passivity Reexamined*, 89 Mich. L. Rev, 520 (1990), p. 520 e ss.

BLACK B.S., *Disclosure, Not Censorship: The Case for Proxy Reform*, 17 J. Corp. L. (1991), p. 49 e ss.

BLACK B.S., *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, 39 UCLA L. Rev. (1992) p. 811 e ss.

BLACK B.S., *Next Steps in Proxy Reform*, 18 J. Corp. L. (1992), p. 1 e ss.

- BLACK B.S., *The Value of Institutional Investor Monitoring: The Empirical Evidence*, 39 UCLA L. Rev. (1992), p. 895 e ss.
- BLAIR M.M, STOUT L.A., *A Team Production Theory of Corporate Law*, 85 Va. L. Rev., (1999), p. 247 e ss.
- BLANDINI A., *Società quotate e società diffuse*, ESI, 2005
- BLANDINI A., *L'intervento e la rappresentanza in assemblea e l'art. 10 della direttiva 2007/36/CE: prime considerazioni e proposte*, Le Società, 2009, p. 511 e ss.
- BROWN J.R., *The Shareholder Communication Rule and the Security and Exchange Commission: an Exercise in Regulatory Utility or Futility?*, 13 J. Corp. L. (1988), p. 683 e ss.
- BROWN J.R., *The regulation of corporate disclosure*<sup>3</sup>, Aspen Publishers, 2009
- BRUNER C.M., *Shareholder Bylaws and the Delaware Corporation*, 11 Tenn. J. Bus. L. (2009), p. 67 e ss.
- BRUNO S., *La (nuova) responsabilità da prospetto verso il pubblico*, BBTC, 2008, p. 786 e ss.
- BRUNO F., ROZZI A., *Dalla sollecitazione all'investimento all'offerta al pubblico di prodotti finanziari*, in Giur. comm., 2008, p. 276 ss.
- BUSANI A., *Le modifiche statutarie conseguenti alla legge sui diritti degli azionisti*, Le Società, 2010, p. 85 e ss.
- BUSANI A., *Più partecipazione all'assemblea*, Le Società, 2010, p. 401 e ss;
- BUSI C. A., *Assemblea e decisioni dei soci nelle società per azioni e nelle società a responsabilità limitata*, Padova, 2008
- BUTTARO L., *Le azioni senza voto*, in *La riforma delle società di capitali in Italia*, a cura di Fenghi e Santa Maria, Giuffrè, 1968, vol. II, p. 509 e ss.
- CAHN A., DONALD D.C., *Comparative company law*, Cambridge Univ. Press., 2010
- CAMPUS L., *Intervento e informazione nelle assemblee on line di società quotate tra legislazione nazionale e comunitaria*, RDS, 2010, p. 457 e ss
- CANEPARI A., *Commento sub art. 142*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, a cura di Marchetti e Bianchi, Giuffrè, 1999
- CAPOLINO O., *Commento sub art. 143*, in *Commentario al Testo Unico delle*

*disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Cedam, 1998

CARDARELLI M.C., *L'azione dematerializzata. Dallo statuto alla fattispecie*, Giuffrè, 2001

CARDARELLI M.C., *Audizione del 27 gennaio 1998 del Direttore generale dell'Assonime avanti la Commissione Finanze e Tesoro della Camera dei Deputati*, Riv. soc., 1998, 246 e ss.

CARDARELLI M.C., *Le deleghe di voto*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di Patroni Griffi, Sandulli e Santoro, Giappichelli, 1999

CARLETON W., NELSON J., WEISBACH M., *The influence of institutions on corporate governance through private negotiations: evidence from TIAA-CREF*, 53 Journal of Finance (1998), p. 1335 e ss.

CASTALDI G., *Commento sub art. 144*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Cedam, 1998

CAVANNA M., *Commento sub art. 142*, in *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, diretto da Cottino, Utet, 1999

CIAN M., *Titoli dematerializzati e circolazione "cartolare"*, Giuffrè, 2001

CIAN M., *La dematerializzazione degli strumenti finanziari*, BBTC, 2007, p. 641 e ss.

CIAN M., *In tema di deleghe di voto secondo il decreto Draghi (rapporto rappresentativo e rapporto obbligatorio)*, Corr. giur., 1999, p. 120 e ss.

CIAN M., *L'intervento e il voto elettronici nelle assemblee di S.p.A.*, Riv. soc., 2011, p. 1065 e ss.

CIPOLLETTA L., *Audizione del 29 gennaio 1998 del Direttore generale della Confindustria*, Riv. soc., 1998, p. 231 e ss.

CLARK C., *Vote Buying and Corporate Law*, 29 Case Western Res. Law Review, (1979), p. 776 e ss.

CLARKE B.J., *Where was the 'Market for Corporate Control' when we Needed it?*, UCD Working Papers in Law, Criminology & Socio-Legal Studies Research Paper No. 23/2009 (Dicembre 2009), disponibile su: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1524785>

COASE R., *The Nature of the Firm*, 4 Economica (1937), p. 386 e ss.

- COFFEE J.C., *Liquidity versus Control: the Institutional Investor as Corporate Monitor*, 91 Columbia Law Review (1991), p. 1277 e ss.
- COSTI R., *Il governo delle società quotate tra ordinamento dei mercati e diritto delle società*, Dir. comm. int., 1998, 65 e ss.
- BROWN J.R., *The regulation of corporate disclosure*, Aspen Publishers, 2009.
- COTTINO G., *Diritto societario*, Cedam, 2006.
- COTTINO G., *La Commissione per le società e la borsa: luci ed ombre della mini-riforma*, Giur. comm., 1974, p. 439 e ss.
- COTTINO G. *Il D.L. 24 febbraio n. 58. Il nuovo regime delle società quotate: prime considerazioni*, Giur. It., 1998, p. 1295 e ss.
- CUGNASCO R., *L'offerta al pubblico di strumenti finanziari: alcune riflessioni sul D.Lgs. n. 51/2007 di recepimento della Direttiva Prospetto*, Le Società, 2008, p. 803 e ss.
- CZIRAKI P., RENNEBOOG L., SZILAGYI P.G., *Shareholder Activism through Proxy Proposals: The European Perspective*, 16 European Financial Management (2010), p. 738 e ss.
- D'ALESSANDRO F., *Un nuovo ruolo per l'assemblea nella società per azioni*, in Associazione DISIANO PREITE, *Verso un nuovo diritto societario*, il Mulino, 2002, p. 157 e ss.
- DE ANGELO H., DE ANGELO L., *Proxy contests and the governance of publicly held corporations*, 23 Journal of Financial Economics (1989), p. 29 e ss.
- DE ACUTIS M., *Le azioni di risparmio*, Giuffrè, 1981.
- DEL GUERCIO D., SEERY L., WOITKE T., *Do Boards Pay Attention When Institutional Investor Activists 'Just Vote No'?*, 90 Journal of Financial Economics (2008), p. 84 e ss.
- DE LUCA N., *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, Giappichelli, 2007.
- DE LUCA N., *La nuova disciplina della gestione accentrata e della legittimazione degli azionisti*, BBTC, 2010, p. 254 e ss.
- DE LUCA N., *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e "proprietà nascosta" di azioni*, RDS, 2010, p. 312 e ss.
- DE ROSSI F.M. ET AL., *Il marketing dei fondi comuni italiani*, in Consob, *Quaderni di*

*finanza*, n. 61, 2008

DENOZZA F., *Intervento al seminario sulla Direttiva azionisti*, Roma, 29 ottobre 2010, atti in corso di pubblicazione su *Giur.Comm.*

DI BRINA L., *Commento sub art. 138*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Cedam, 1998

DI SABATO F., *Le nuove frontiere della società verso il 2000*, *Riv. dir. impresa*, 1198, p. 221 e ss.

DONALD D.C., *Shareholders Voice and its Opponents*, 5 *J. Corporate Law Studies*, (2005), p. 305

DODD E.M. JR., *Statutory Developments in Business Corporate Law*, 50 *Harvard L. Rev.*, (1936), p. 27 e ss

DODD P., WARNER J., *On Corporate Governance: a Study of Proxy Contests*, 11 *Journal of Financial Economics* (1983), p. 401 e ss.

DONISI, *Il contratto con se stesso*, ESI, 1982

DRAGHI M., *Audizione parlamentare 10 dicembre 1997 davanti alla Commissione Finanza e Tesoro della Camera dei Deputati*, *Giur. comm.*, 1997, p. 781 e ss.

DRAGHI M., *Audizione parlamentare del Direttore generale del Ministero del Tesoro in data 21 gennaio 1998*, *Riv. soc.*, 1998, 204 e ss.

DOUGLAS W.O., *Directors Who Do Not Direct*, 47 *Harvard L. Rev.* (1934), p. 1305 e ss.

EASTERBROOK F.H, FISCHER D.R., *Voting in Corporate Law*, 26 *J. L. & Econ.* (1983), p. 395 e ss.

EASTERBROOK F.H, FISCHER D.R., *The economic structure of corporate law*, Harvard Univ. Press, 1991

EASTERBROOK F.H, FISCHER D.R., *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 *Harv. L. Rev.* (1981), p. 1161 e ss.

EDELMAN P. H., THOMAS R. S., *Corporate Voting and the Takeover Debate in Vanderbilt Law Review*, Vol. 58, 2005, p. 454 e ss.

EDMANS A., MANSO G., *Governance through trading and intervention: A theory of multiple blockholder*, 24 *The Review of Financial Studies* (2011), p. 2395 e ss.

- EDMANS A., *Blockholder trading, market efficiency, and managerial miopia*, 64 *The Journal of Finance* (2009), p. 2481 e ss.
- EMANUEL S.L., *Corporations*, Aspen Publishers, 2009
- EMERSON F.D., LATCHAM F.C., *SEC Proxy Regulation: Steps Toward More Effective Stockholder Participation*, 59 *Yale Law Journal*, (1950), p. 635 e ss.
- EMERSON F.D., LATCHAM F.C., *Proxy Contests: A Study in Shareholder Sovereignty*, 41 *Calif. L.Rev.* 393 (1953), p. 393 e ss.
- ENRIQUES L., BIANCHI M., *Corporate Governance in Italy After the 1998 Reform: What Role for Institutional Investors?*, in Consob, *Quaderni di finanza*, n. 43/2001
- ENRIQUES L., GATTI M., *The Uneasy Case for Top-Down Corporate Law Harmonization in the European Union*, 27 *U. Pa. J. Int'l Econ. L.* (2006), p. 939 e ss.
- ENRIQUES L., *L'azionista riscopre l'assemblea*, *Il Sole 24 ore*, 7 luglio 2011, disponibile su: [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)
- ERTIMUR Y., FERRI F., STUBBEN S.R., *Board of directors' responsiveness to shareholders: Evidence from shareholder proposals*, 16 *Journal of Corporate Finance* (2010), p. 53 e ss.
- ESPOSITO S., *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario*, *Riv. dir. comm.*, 2010, p. 851 e ss.
- FAMA E., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 *The Journal of Finance* (1970) p. 383 e ss.
- FAMA E., *Agency Problems and the Theory of the Firm*, 88 *The Journal of Political Economy* (1980), p. 288 e ss.
- FAIRFAX L.M., *Shareholder Democracy on Trial: International Perspective on the Effectiveness of Increased Shareholder Power*, 3:1 *Virginia Law & Bus. Rev.* (2008), p. 1 e ss.
- FERRAN E., *Company law and corporate finance*, Oxford University Press, 2000
- FERRARA JR., CORSI, *Gli imprenditori e le società*<sup>14</sup>, Giuffrè, 2009
- FERRARINI G., *La responsabilità da prospetto*, Giuffrè, 1986

FERRI G., *Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, Riv. soc., 1956, p. 35 e ss.

FERRI G., *La delega all'esercizio del voto*, Dir. fall., 1975, p. 361 e ss.

FERRI G., *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano*, diretto da Vassalli, vol. X, tomo 3, Utet, 1987

FIORUZZI P., SACCONI F., *Offerta al pubblico di prodotti finanziari*, in *Il Diritto. Enciclopedia giuridica del Sole 24 Ore*, vol. 10. 19/2007

FISCH J.E., *From Legitimacy to Logic: Reconstructing Proxy Regulation*, 46 Vand. L. Rev., (1993), p. 1129 e ss.

FISCHEL D.R., *Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control, and the Regulation of Cash Tender Offers*, 57 Texas L. Rev. (1978), p. 1 e ss.

FURGIUELE L., *La disciplina dell'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate alla luce dell'art. 7 della direttiva 36/2007/CE*, Riv. dir. comm., 2008, p. 989 e ss.

FURGIUELE L., *Record date ed esercizio dei poteri di impugnazione e di recesso*, Riv. dir. comm., 2011, p. 157 e ss.

FRENCHMAN R.S., *The Recent Revision to Federal Proxy Regulations: Lifting the Ban on Shareholder Communication*, 68 Tulane L. Rev., (1993), 161 e ss.

GALGANO F., *Giudizio sulla riforma stralcio della società per azioni*, Giur. comm., 1974, p. 425 e ss.

GAMBINO A., *Tutela delle minoranze*, in *La riforma delle società quotate. Atti del convegno di Studio – Santa Margherita Ligure (13 – 14 giugno 1998)*, Giuffrè, 1998.

GAMBINO A., *Commento sub art. 137 e 139*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, II, Padova, 1998

GAMBINO A., *Nuove prospettive del conflitto di interessi assembleare nelle società per azioni*, Riv. dir. comm., 2011, p. 379 e ss.

GARGANTINI M., *Identificazione dell'azionista ed esercizio del voto nelle Sp.A. quotate*, 2009, disponibile su: [www.ssrn.it](http://www.ssrn.it)

GARGANTINI M., *Commento sub art. 83-duodecies*, NLCC, 2011, p. 624 e ss.

GARRIDO J.M., ROJO A., *Institutional Investors and Corporate Governance, Solution or Problem*, in Hopt, Whymeersch (Eds.), *Company Law and Financial Markets*, Oxford Univ. Press, 2003.

GATTI M., *Opa e struttura del mercato*, Giuffrè, 2004

GATTI S., *Commento sub art. 139*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, II, Padova, 1998

GATTI S., *Commento sub art. 137*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Cedam, 1998

GATTI S., *La rappresentanza del socio in assemblea*, Giuffrè, 1975.

GEORGESON V., *Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze*, aprile 2010, disponibile su <http://www.archivioceradi.luiss.it/>

GHEZZI F., *Commento sub art. 136-140 e 144*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, a cura di Marchetti e Bianchi, Giuffrè, 1999

GHEZZI F., *Commento sub art. 210*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, a cura di Marchetti e Bianchi, Giuffrè, 1999

GILLAN S.L., STARKS L.T., *The evolution of shareholder activism in the United States*, in *U.S. Corporate Governance*, a cura di D.H. Chew, S.L. Gillan, Columbia Univ. Press, 2009.

GILSON R.J., ROE M.J., *Understanding the Japanese keiretsu: Overlaps between corporate governance and industrial organization*, 102 *Jale L.J.*, (1993), p. 1927 e ss.

GILSON R.J., *Unocal Fifteen Years Later (and What We Can Do About It)*, 26 *Del. J. Corp. L.* (2001), p. 491 e ss.

GILSON R.J., SCHWARTZ A., *Sales and Elections as Methods for Transferring Corporate Control*, 2 *Theoretical Inquiries in Law* (2001), p. 783 e ss.

GILSON R.J., KRAAKMAN R.H., *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 *Va. L. Rev.* (1984), p. 549 e ss.

GIUDICI P., *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Giuffrè, 2008

GOELZER D.L., BROWN F.R., *Preparation of proxy materials*, in Balotti, Finkelstein, Williams (Eds.), *Meetings of Stockholders*, Aspen Publishers, 2007, p. 4 e ss.

- GOFORTH C., *Proxy Reform as a Means of Increasing Shareholder Participation in Corporate Governance: Too Little, But Not Too Late*, 43 Am. Univ. L. Rev. (1994), p. 379 e ss.
- GORDON J.N., *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: of Shareholder Value and Stock Market Prices*, 59 Stan. Law Rev. (2007), p. 1465 e ss.
- GORDON J.N., *'Just Say Never?' Poison Pills, Deadhand Pills, and Shareholder-Adopted Bylaws: An Essay for Warren Buffett*, 19 Cardozo L. Rev. (1997), p. 511 e ss.
- GRAZIANI A., *Possono le banche rappresentare gli azionisti nelle assemblee delle società?*, BBTC, 1956, p. 52 e ss.
- GRAZIANI A., *Postilla*, BBTC, 1956, p. 528 e ss.
- GRAZIANI A., *Le promesse unilaterali*, in *Trattato di diritto privato* diretto da RESCIGNO, vol. 9 *Obbligazioni e contratti*, tomo 1, Utet, 1988
- GREEN E.F. ET AL., *U.S. regulation of the international securities and derivatives markets*, Aspen Pub., 2006, p. 2 ss.
- GREEN L.L., GOLDBERT A.N., *An overview of the proxy solicitation rules*, in Goodman, Olson, Fontenot (Eds.), *Sec proxy and compensation rules*, Aspen Publishers, 2010
- GRECO P., *Le società, nel sistema legislativo italiano*, Giappichelli, 1959
- GRIPPO G., *La delega di voto, ramo d'oro del potere. Profili di corporate governance*, Giur. It., 2000, p. 2428 e ss.
- GROSSBAUER J.F., WILLIAMS C.T., *The Increasing Role of Delaware Books and Records Demands In Compensation and Governance Disputes*, novembre 2004, disponibile su: <http://www.potteranderson.com/news-publications-0-41.html>
- GROSSMAN R.J., RUSSEL DENTON J., *Never Mind Equal Access: Just Let Shareholders 'Split Their Ticket'*, 13:1 The M&A lawyer (2009), p. 28 e ss.
- GRUNDFEST J.A., *Just Vote No: A Minimalist Strategy for Dealing with Barbarians Inside the Gates*, 45 Stanford Law Review (1993), p. 857 e ss.
- GUIZZI G., *Gli azionisti e l'assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, RDS, 2011, 2 e ss.
- GUMBS K.D., BRADY A., *E-Proxy, electronic communications ad voting*, in in Goodman, Olson, Fontenot (Eds.), *Sec proxy and compensation rules*<sup>5</sup>, Aspen Publishers, 2010

- GUMBS K.D., ISING E.A., *The shareholder proposal process* in Goodman, Olson, Fontenot (Eds.), *Sec proxy and compensation rules*, Aspen Publishers, 2010
- HAMAOKA Y., KUTSUNA K., MATOS P., *U.S.-Style Investor Activism in Japan: The First Ten Years* (Ottobre, 2010), Marshall School of Business Working Paper No. FBE 06-10; ECGI - Finance Working Paper No. 290/2010; 5th Annual Conference on Empirical Legal Studies Paper, disponibile su: <http://ssrn.com/abstract=1573422>
- HENDERSON C.F., LASHER A.C., *20 Million Careless Capitalists*, Doubleday, 1967
- HANSMANN H. KRAAKMAN R., *The End of History for Corporate Law*, in *Convergence and Persistence in Corporate Governance* (J. Gordon – M. Roe Eds.), Cambridge, 2004
- HARRIS M., RAVIV M.A., *Control of corporate decisions: Shareholders vs. management*, CRSP Working Paper 620, 2008.
- HERZEL L. ET AL., *Why Corporate Directors Have a Right to Resist Tender Offers*, 3 Corp. L. Rev. 107 (1980)
- HIRSCHMAN A.O., *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations and States*, Harvard Univ. Press, 1970
- HORNSTEIN J.A., *Proxy Solicitation Redefined: The SEC Takes an Incremental Step Toward Effective Corporate Governance*, 71 W.U.L.Q. (1993), p. 1129 e ss.
- JAEGER P.G., *La nuova disciplina della rappresentanza azionaria*, Giur. comm., 1974, 1, p. 554 e ss.
- JAEGER P.G., *Le deleghe di voto in La riforma delle società quotate. Atti del convegno di Studio – Santa Margherita Ligure (13 – 14 giugno 1998)*, Giuffrè, 1998
- JAEGER P.G., MARCHETTI P., *Corporate governance*, Giur. comm., 1997, p. 625 e ss.
- JARRELL G.A., BRICKLEY J.A., NETTER J.M., *The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980*, 2 J. Econ. Persp. (1988), p. 49 e ss.
- JENSEN M.C., MECKLING W., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, 3 J. Fin Econ. (1976), p. 305 e ss.
- JENSEN M.C., RUBACK R.C., *The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence*, 11 Journal of Financial Economics (1983), p. 5 e ss.
- JENSEN M.C., *The Takeover Controversy: Analysis and Evidence*, 4 Midland Corp. Fin. Journal (1986), p. 465 e ss

- JENSEN M.C., *Eclipse of the Public Corporation*, 67 Harv. Bus. Rev. (1989), p. 61 e ss.
- JOCKEY J.W., *On the Role and Regulation of Private Negotiations in Governance*, South Carolina L. Rev. (2009), p. 171 e ss.
- KAHAN M., ROCK E.B., *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, 155 U. Penn Law Review (2007), p. 1021 e ss.
- KAHAN M., ROCK E.B., *The Hanging Chads of Corporate Voting*, 96 Georgetown Law Journal, 2008, p. 1227 e ss.
- KAHAN M., ROCK E.B., *The Insignificance of Proxy Access*, 97 Va. L. Rev. (2011), p. 1347 e ss.
- KONSTANT P.G., *Exit, Voice and Loyalty in the Course of corporate Governance and Counsel's Changing Role*, Journal of Socio Economics (1999) p. 203 e ss.
- KRAAKMAN R., SUBRAMANIAN G., ALLEN W.T., *Commentaries and cases on the law of business organization*, Aspen Publishers, 2009
- LAGA H., PARREIN F., *Corporate Governance in a European Perspective*, in Geens, Hopt (Eds.), *The European Company Law Action Plan Revisited*, Leuven Univ. Press, 2010
- LAMANDINI M., *Commento sub art. 138*, in *Testo unico della finanza*, commentario diretto da Campobasso, vol. II, Utet, 2002
- LAMANDINI M., *Commento sub art. 144*, in *Testo unico della finanza*, commentario diretto da Campobasso, vol. II, Utet, 2002
- LENER R., *La "dematerializzazione" dei titoli azionari e il sistema Monte Titoli*, Giuffrè, 1989
- LENER R., *I gestori di patrimoni come centro di aggregazione dei piccoli azionisti*, in AA. VV., *Assemblea degli azionisti e nuove regole del governo societario*, Cedam, 1999
- LENER R., *Legittimazione all'intervento in assemblea, record date ed esercizio del diritto di voto dopo la SHRD. Appunti introduttivi*, (Relazione al Convegno Georgeson – LUISS Ceradi, Roma, LUISS Guido Carli, 6 maggio 2010), disponibile su: [www.associazionepreite.it](http://www.associazionepreite.it)
- LETSOU P.V., *Shareholder Voice and the Market for Corporate Control*, 70 Wash. U. L. Q. (1992), p. 774 e ss.
- LEVIT D., MALENKO N., *Non-Binding Voting for Shareholder Proposals*, The Journal of

Finance (2011), p. 1569 e ss.

LIBONATI B., *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, Riv. Soc., 2001, 85 e ss.

LINCIANO N., SICILIANO G., TROVATORE N., *L'industria dei servizi di regolamento delle operazioni in titoli*, in Consob, *Quaderni di finanza* n. 58, 2005

LIPTON M., *Takeover Bid's in the Target's Boardroom: A Response to Professors Easterbrook and Fischel*, 55 N.Y.U. L. Rev. (1980), p. 1231 e ss.

LIPTON M., *Shareholder Activism and the 'Eclipse of the Public Corporation': Is the Current Wave of Activism Causing Another Tectonic Shift in the American Corporate World?*, 2008, disponibile su: <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/files/2008/06/shareholder-activism-and-the-eclipse-of-the-public-corporation-is-the-current-wave-of-activism-causing-another-tectonic-shift-in-the-american-corporate-world.pdf>.

LOEWENSTEIN M.J., *Unocal Revisited: No Tiger in the Tank*, 27 J. Corp. L. (2001), p. 1 e ss.

LORDI L., *Sul progetto del nuovo codice di commercio, libro III, dei titoli di credito, capo III, dei titoli al portatore*, Riv. dir. comm., 1926, p. 561 e ss.

LUMINOSO A., *Il Mandato*, in *Diritto civile* diretto da Lipari e Rescigno, vol. III, tomo 3, Giuffrè, 2009

MACEY J.R., *Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure & Enron*, 89 Cornell Law Review (2004), p. 394 e ss.

MACCHIAVELLO E., *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari*, in *Trattato della responsabilità contrattuale* diretto da Visintini, vol. II, Cedam, 2009

MAGLIULO F., TASSINARI F., *Il funzionamento dell'assemblea di s.p.a. nel sistema tradizionale*, Ipsoa, 2008

MAHER M., ANDERSSON T., *Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth (febbraio 2000)*, disponibile su: [ssrn.com](http://ssrn.com)

MALLIN C., *Institutional investors: the vote as a tool of governance*, J. Manag. Gov. Online (2010), disponibile su: <http://www.springerlink.com/content/q70181q963850v62/fulltext.pdf>

MALTONI M., *Commento sub artt. 136-137, NLCC*, 2001, p. 164 e ss.

MANNE H.G., *Some Theoretical Aspects of Share Voting: An Essay in Honor of A. Berle*, 64 Columbia Law Review (1964), p. 1427

MANNE H.G., *Our Two Corporation Systems: Law and Economics*, 53 Va. L. Rev. (1967), p. 260 e ss.

MANNE H.G., *Mergers and the Market for Corporate Control*, 73 *The Journal of Political Economy* (1965), p. 110 e ss.

MANNE H.G., *Corporate Governance – Getting Back to Market Basics*, Seminario Consob 10 novembre 2008, disponibile su: [www.consob.it/documenti/.../seminario\\_20081110\\_manne.pdf](http://www.consob.it/documenti/.../seminario_20081110_manne.pdf).

MARCHETTI P., *D.lgs. 58/91998, L'incidenza sul funzionamento dell'assemblea*, in *Le Società*, 1998, p. 557 e ss.

MARCHETTI P., *Osservazioni sui profili societari della bozza di T.U. dei mercati finanziari*, Riv. soc., 1998, 140 e ss.

MARCHETTI P., *Il ruolo dell'assemblea nel T.U. e nella corporate governance*, in AA. Vv., *Assemblea degli azionisti e nuove regole del governo societario*, Cedam, 1999.

MARCHETTI P., *In tema di funzionamento dell'assemblea: problemi e prospettive*, Riv. soc., 2001 p. 126 e ss.

MARENS V. R., *Inventing corporate governance: The mid-century emergence of shareholder activism*, 8 *Journal of Business and Management* (2002), p. 365 e ss.

MASOUROS P.E., *Is the EU Taking Shareholder Rights Seriously: An Essay on the Impotence of Shareholdrship in Corporate Europe*, 7 *European Company Law* (2010), p. 195 e ss.

MAUGERI M., *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, Riv. dir. comm., 2010, p. 887 e ss.

MAUGERI M., *Record date e 'nuova' inscindibilità della partecipazione azionaria*, Riv. dir. comm., 2011, p. 107 e ss.

MCINTYRE M.D., *The Stockholder's Statutory Right to Inspect Corporate Books and Records*, 2010, disponibile su: [http://www.gelaw.com/articles/2010\\_Books\\_and\\_Records.pdf](http://www.gelaw.com/articles/2010_Books_and_Records.pdf)

MEO G., *Le società di capitali. Le società con azioni quotate in Borsa*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da Bessone, XVII, Giappichelli, 2002

- MILLON D., *New Game Plan or Business as Usual?: A Critique of the Team Production Model of Corporate Law*, 86 Va. Law Review (2000), p. 1001 e ss.
- MINERVINI G., *Commento sub art. 136*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Cedam, 1998
- MITCHELL D.T., *Shareholders as Proxies: The Contours of Shareholder Democracy*, 63 Wash and Lee L. Rev. (2006), p. 1503 e ss.
- MOELLER S., *Coping with Equity Market Reactions to M&A Transactions*, Qfinance, disponibile su: <http://www.qfinance.com/contentFiles/QF02/g26fs3i7/11/0/coping-with-equity-market-reactions-to-m-and-a-transactions.pdf>.
- MONTALENTI P., Corporate governance: *raccomandazioni Consob e prospettive di riforma*, Riv. soc., 1997, p. 713 e ss.
- MONTALENTI P., *La Società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, Vol. IV, Cedam, 2004
- MONTALENTI P., BALZOLA S., *La società per azioni quotata*, in *Le nuove S.p.A.*, diretta da Cagnasso e Panzani, Zanichelli, 2010
- MONTALENTI P., *Le operazioni con parti correlate*, in *Studi in ricordo di P.G. Jaeger*, a cura di R. Sacchi, Giuffrè, 2011
- MULHERIN J.H., POULSEN A.B., *Proxy Contests and Corporate Implications for Shareholder Wealth*, 47 Journal of Financial Economics (1998), p. 279 e ss.
- NAPOLETANO G., *Commento sub artt. 136 – 144*, in *Il testo unico dei mercati finanziari*, a cura di Lacaita e Napoleoni, Giuffrè, 1998
- NATOLI U., *La rappresentanza*, Giuffrè, 1977
- NAVARRINI U., *Della società e delle associazioni commerciali*, in *Commentario al Codice di commercio*, II, Vallardi, 1924, p. 543 e ss.
- NEUHAUSER P.M., *Facilitating Shareholder Communications*, 17 J. Corp. Law (1992), 213 e ss.
- NEWMAN N.S., *Delaware Serves Shareholders the "Poison Pill": Moran v. Household International, Inc.*, 27 Boston College Law Review (1986), p. 641 e ss.
- NOLAN R.C., *The Continuing Evolution of Shareholder Governance*, 65:1 *Cambridge Law Journal* (2006), p. 92 e ss.

NOTARI M., *La "sterilizzazione" del voto nelle società per azioni: appunti in tema di whitewash e dintorni*, in *Studi in ricordo di P.G. Jaeger*, a cura di R. Sacchi, Giuffrè, 2011

OLSON M., *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*, Harvard Univ. Press, 1965

OPPO G., *Prospettive di riforma e tutela della società per azioni*, Riv. soc. 1961, p. 361 e ss.

OPPO G., *Patti parasociali: ancora una svolta legislativa*, Riv. dir. civ., 1998, p. 215 e ss.

OPPO G., *Maggioranza e minoranza nella riforma delle società quotate*, Riv. dir. civ., 1999, p. 231 e ss.

PADOA SCHIOPPA T., *Audizione del 20 gennaio 1998 del Presidente della Consob*, Riv. soc., 1998, p. 217 e ss.

PAGNONI E., PROVIDENTI S., *Commento sub artt. 136 - 144*, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria - Commentario al D. Lgs. 24 Febbraio 1998, n. 58*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998

PALMIERI G., *Commento sub artt. 136, 137 e 142*, in *Testo Unico della Finanza*, diretto da Campobasso, Torino, 2002

PALMITER A. R., *The Shareholder Proposal Rule: A Failed Experiment in Merit Regulation*, 45 Ala. L. Rev. (1994), p. 879 e ss

PARRELLA F., *Commento sub art. 210*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Cedam, 1998, p. 1858 e ss.

PARRINO R., SIAS R.W., STARKS L.T., *Voting With Their Feet: Institutional Ownership Changes Around Forced CEO Turnover*, 68 J. Fin. Economics, (2003) p. 3 e ss.

PARTNOY F., *Adding Derivatives to the Corporate Law Mix*, 34 G A. Law Review (2000), p. 599 e ss.

PASQUARIELLO C., *Commento sub art. 136 TUF*, NLGC, 2011, p. 731 e ss.

PASQUARIELLO C., *Commento sub art. 142- 143 TUF*, NLGC, 2011, p. 744 e ss.

PASQUINO S., *Diritto di ispezione e diritto di ottenere estratti dal libro dei soci. Nota a Cassazione civile n. 8332/1994*, La nuova giurisprudenza civile commentata 1995, p.

1157 ss.

PEDERZINI E., *Commento sub art. 2373*, NLCC, 2011, p. 541 e ss.

PELLEGRINO G., *La nuova disciplina della rappresentanza dell'azionista nelle società quotate*, Giuffrè, 2002.

PERNA R., *Mito e realtà della democrazia societaria. Il proxy voting nelle public companies statunitensi*, *Giur. Comm.*, 1995, 1, 537 ss.

PERNA R., *Public company e democrazia societaria*, Il Mulino, 1998

PERNA R., *La nuova disciplina del voto per delega ed il governo societario delle imprese italiane (prima parte)*, *Le Società*, 1999, p. 269 e ss.

PERNA R., *La nuova disciplina del voto per delega ed il governo societario delle imprese italiane (seconda parte)*, *Le Società*, 1999, p. 414 e ss.

PERRINO M., *Il controllo individuale del socio di società di capitali: tra funzione e diritto*, *Giur. comm.*, 2006, p. 639 e ss.

PETRAZZINI B., *Commento sub art. 138-140*, in *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, diretto da Cottino, Torino, 1999

PINTO A.R., *The European Union's shareholder voting rights directive from an American perspective: some comparisons and observations*, Brooklyn Law School Legal Studies – Accepted Paper Series, 2008, <http://ssrn.com/abstract=1268454>

PINTO M., *The Role of institutional Investors in the Corporate Governance*, German Working Papers in Law and Economics: Vol. 2006: Article 1, disponibile su : <http://www.bepress.com/gwp/default/vol2006/iss1/art1>

PISANI L., *Commento sub art. 139*, in *Testo unico della finanza*, commentario diretto da Campobasso, vol. II, Utet, 2002

PISCITELLO P., *Commento sub art. 143*, in *Testo unico della finanza*, commentario diretto da Campobasso, vol. II, Utet, 2002

PLATANIA F., *Contratto di raccolta di deleghe*, in AA. VV., *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale – Il diritto privato nella giurisprudenza*, a cura di Cendon, vol. XXII, Utet, 2004

POUND J., *The Rise of the Political Model of Corporate Governance and Corporate Control*, 68 N.Y.U. L. Rev., (1993) p. 1003 e ss.

POUND J., *Proxy Voting and the SEC: Investor Protection Versus Market Efficiency*, 29 J. Fin. Economics (1991), p. 241 e ss.

POUND J., *Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight*, 20 Journal of Financial Economics (1988), p. 237 e ss.

PRESTI G., *La nuova disciplina delle deleghe di voto*, Banca impresa società, 1999, p. 35 e ss.

PUGLIATTI S., *Studi sulla rappresentanza*, Giuffrè, 1965

RESCIGNO M., *La corporate governance nelle società non quotate*, intervento al Convegno di studio di Como *La Corporate Governance nelle società non quotate*, Quaderni di Giur. Comm., 2001, n. 227, p. 71 e ss.

RICCIARDIELLO E., *La nuova disciplina in materia di sollecitazione delle deleghe di voto: inizia la stagione italiana dei proxy fights?*, in corso di pubblicazione su Giur. comm.

RIMINI E., *L'art. 2422 c.c. e i limiti del diritto di ispezione del socio*, Giur. comm., 1990, p. 616 e ss.

RIZZUTI N., *Responsabilità da prospetto e culpa in contraendo*, Giur. it., 2011, p. 291 e ss.

ROE M.J., *A Political Theory of American Corporate Finance*, 91 Colum. L. Rev. (1991), p. 10 e ss.

ROE M.J., *Strong managers, weak owners: the political roots of American corporate finance*, Princeton Univ. Press, 1994.

ROE M.J., *The Shareholder Wealth Maximization Norm and Industrial Organization*, 149 U. Pa. Law Rev. (2001), p. 2063 ss.

ROE M.J., *Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan, and the United States*, 102 Jale L.J. (1993), p. 1927 e ss.

ROMANO R., *Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered*, 93 Colum. L. Rev. (1993), p. 795 ss.

ROSE C., *The new European shareholder rights directive: removing barriers and creating opportunities for more shareholder activism and democracy*, J. Manag. Gov. Online (2010), disponibile su: <http://www.springerlink.com/content/n154g7532741374g/>

ROSENBLUM S.A., *The shareholder communication proxy rules and their practical effect on shareholder activism and proxy contests*, in Goodman, Olson, Fontenot (Eds.), *Sec proxy and compensation rules*<sup>5</sup>, Aspen Publishers, 2010.

ROSSI S., *Il voto extrassembleare nelle società di capitali*, Giuffrè, 1997.

RUFINI D., *Commento sub art. 142*, NLCC, 2001, p. 194 e ss.

RUFINI D., *Commento sub artt. 138-140*, NLCC, 2001, 172 e ss.

SACCHI R., *Assemblea. L'intervento e il voto nell'assemblea di s.p.a. Profili procedurali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, Vol. 3\*, Utet, 1994

SACCHI R., *Sollecitazione e raccolta delle deleghe di voto*, in *La riforma delle società quotate. Atti del convegno di Studio – Santa Margherita Ligure (13 – 14 giugno 1998)*, Milano 1998

SACCHI R., *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della Direttiva azionisti*, in *Studi in ricordo di P.G Jaeger*, a cura di R. Sacchi, Giuffrè, 2011

SACCONE F., *E-Proxy Reform, Activism and the Decline in Retail Shareholder Voting*, The Conference Board Director Notes, dicembre 2010, disponibile su: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

SALAFIA V., *Intervento in assemblea del procuratore del socio*, Le Società, 1987, p. 579 e ss.

SALAFIA V., *La svalutazione del libro soci nelle società di capitali*, NLCC, 2009, p. 869 ss.

SANGIOVANNI V., *Prospetto informativo e responsabilità civile secondo la Cassazione*, Corr. giur., 2011, p. 359 e ss.

SANTELLA P. ET AL., *A Comparative Analysis of the Legal Obstacles to Institutional Investor Activism in Europe and in the US*, 2009, disponibile su: <http://ssrn.com/abstract=1137491>.

SANTORO V., *Dai progetti di riforma all'attuale miniriforma della società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1976, I, p. 872 e ss.

SARTORI F., *Informazione economica e responsabilità civile*, CEDAM, 2011

SBISA G., *Commento sub art. 2372*, in *Commentario al Codice Civile* diretto da Cendon, Giuffrè, 1991

- SBISA G., *Commento sub art. 2372*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja Branca*, a cura di Galgano, Zanichelli, 1997
- SCHIUMA L., *Le deleghe di voto tra diritto delle società e diritto del mercato azionario*, ed. provv., Roma, 2005.
- SCOGNAMIGLIO G., *Intervento al seminario sulla Direttiva azionisti*, Roma, 29 ottobre 2010, atti in corso di pubblicazione su Giur. comm.
- SENA G., *Il voto nella assemblea della società per azioni*, Giuffrè, 1961
- SERRA A., *Il procedimento assembleare*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G.F. Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, vol. II, Utet, 2006
- SFAMENI P., *Commento sub art. 143*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, a cura di Marchetti e Bianchi, Giuffrè, 1999
- SHARARA N.M., HOKE-WITHERSPOON A.E., *The Evolution of the 1992 Shareholder Communication Proxy Rules and Their Impact on Corporate Governance*, 49 Bus. Lawyer (1993), p. 327 e ss.
- SIEMS M.M., *Convergence in shareholders law*, Cambridge Univ. Press, 2008
- SMITH A., *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, Clarendon Press, 1976 (ed. orig. Strahan, Cadell 1776)
- SMITH T.A., *The Efficient Norm for Corporate Law: A Neotraditional Interpretation of Fiduciary Duty*, 98 Mich. Law Review (1999), p. 214 e ss.
- SOMMER A.A. JR., *Corporate Governance in the Nineties: Managers vs. Institutions*, 59 U. CIN. L. REV. (1990), p. 357
- SPADA P., *C'era una volta la società*, Riv. Not., 2004, p. 2 e ss.
- STELLA RICHTER JR. M., *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, Giur. comm., 2006, p. 196 e ss
- STELLA RICHTER JR. M., *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, in *I Contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli e Lener, Utet, 2010.
- STOUT L.A., *Bad and Not-So-Bad Arguments for Shareholder Primacy*, 75 Southern California Law Review (2002), p. 1189 e ss.
- SUDARSANAM S., BROADHURS T., *Corporate governance convergence in Germany through shareholder activism: Impact of the Deutsche Boerse bid for London Stock*

*Exchange*, J. Manag. Gov. Online (2010), disponibile su: <http://www.springerlink.com/content/q674717166116106/>.

SULLIVAN M.F., *Shareholder Bylaw Proposals, Delaware Certification, and the SEC After CA, Inc. v. AFSCME Employees Pension Plan*, 87 U. Det. Mercy L. Rev. (2010), p. 193 e ss.

SZILAGYI P., *Proxy contests*, in Baker, Anderson (Eds.), *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, John Wiley and sons, (2010)

TAUB S., *Fewer Proxy Fights This Year, And Fewer Activist Wins*, disponibile su: <http://iimagazine.com>

TEDESCHI C., *'Potere di orientamento' dei soci nelle società per azioni*, Giuffrè, (2005)

THOMAS R.S., DIXON C.T., *Aranow & Einhorn on Proxy Contests for Corporate Control*, Aspen Law & Business, 2001.

TONELLO M., RABIMOV S., *The 2010 Institutional Investment Report*, The Conference Board (2010)

TRIMARCHI P., *Istituzioni di diritto privato*<sup>18</sup>, Giuffrè, 2009

TRIMARCHI P., *Invalidità delle deliberazioni di assemblea delle società per azioni*, Giuffrè, 1958

TUCCI A., *Le deleghe di voto nelle public companies statunitensi*, Dir. comm. int., (1998), p. 385 e ss.

TUCCI A., *Gestione dell'impresa e supervisione degli azionisti*, Giuffrè, (2003)

TUCCI A., LENER R., *Commento sub art. 142*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Cedam, 1998

TURELLI S., *Assemblea di società per azioni e nuove tecnologie*, Riv. Soc., 2004, 1, p. 116 e ss.

TURELLI S., *Assemblee di società per azioni ed esercizio di voto mediante mezzi elettronici*, Riv. dir. civ., 2011, p. 445 e ss.

SCHIUMA L., *Le deleghe di voto tra diritto delle società e diritto del mercato azionario*, ed. provv., Roma, (2005)

VAUGHN M., RYAN L., *Corporate governance in South Africa: A bellwether for the*

*continent?*, 14:5 Corporate Governance: An International Review, p. 504 e ss.

VELLA F., *"Attivismo" degli investitori istituzionali e riforma del diritto societario*, Banca impresa società, 1998, p. 363 e ss.

VENTORUZZO M., *Approvata la direttiva sui diritti degli azionisti: record date e deleghe di voto*, Riv. soc., 2007, p. 1181 e ss.

VISENTINI B., *Evoluzione e problemi della società per azioni e lineamenti generali della riforma*, in *La riforma delle società di capitali, Atti del Convegno internazionale di studio sulla riforma delle società per azioni (Venezia, 6-7-8 ottobre 1966)*, a cura di Fenghi e Santa-Maria, Giuffrè, 1966, vol. I

VIVANTE C., *Sul risanamento della società anonima*, Riv. Dir. Comm., 1917, p. 66 e ss.

WILCOX J.C., PURCELL J.J., CHOI H.W., *"Street Name" Registration & the Proxy Solicitation Process*, in Goodman, Olson, Fontenot (Eds.), *SEC proxy and compensation rules*, Aspen Publishers, 2010

WINTER J., *The European Union's involvement in Company Law and Corporate Governance*, in Geens, Hopt (Eds.), *The European Company Law Action Plan Revisited*, Leuven Univ. Press, 2010, p. 357 e ss.

ZETZSCHE D., *Shareholder passivity, cross-border voting and the shareholder rights directive*, 8 J. Corporate Law Studies (2008), p. 289 e ss.

ZETZSCHE D., *Virtual Shareholder Meetings and the European Shareholder Rights Directive – Challenges and Opportunities* (2007), CBC-RPS n. 0029, disponibile su <http://ssrn.com/abstract=996434>

ZETZSCHE D., *Explicit and Implicit Systems of Corporate Control – A Convergence Theory of Shareholder Rights*, Ctr. for Bus. & Corp. L., Working Paper No. 0001 (2004), disponibile su: <http://ssrn.com/abstract=600722>.

### **Documenti preparatori di atti normativi e documenti delle Autorità**

ABI, *Osservazioni al documento di consultazione della Consob in materia di recepimento della direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti delle società quotate (Regolamento Emittenti)*, settembre 2010, disponibile su: [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/diritti\\_azionisti\\_dir\\_2007\\_36/osservazioni.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/diritti_azionisti_dir_2007_36/osservazioni.htm)

ABI, *Consultazione CONSOB sulla sollecitazione delle deleghe di voto (art. 136 Regolamento Emittenti)*, 24 febbraio 2011, disponibile su: [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/deleghe\\_di\\_voto/osservazioni.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/deleghe_di_voto/osservazioni.htm)

ASSONIME, *Circolare n. 11/2010*, Riv. soc., 2010, p. 554 ss.

ASSONIME, *La disciplina della Consob in materia di operazioni con parti correlate. Circolare n. 38/2010*, disponibile su: [www.assonime.it](http://www.assonime.it).

ASSONIME, *Osservazioni al documento di consultazione del Ministero dell'Economia, Dipartimento del Tesoro, per l'attuazione della direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate. Seconda consultazione*, disponibile su: [http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/regolamentazione\\_bancaria\\_finanziaria/consultazioni\\_pubbliche/ASSONIME.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/regolamentazione_bancaria_finanziaria/consultazioni_pubbliche/ASSONIME.pdf)

BANCA D'ITALIA, CONSOB, *The evolution of ownership and control structure in Italy in the last 15 years*, dicembre 2008, disponibile su: [http://www.bancaditalia.it/studiricerche/convegni/atti/corp\\_gov\\_it/session1/evolution\\_ownership\\_control\\_structures.pdf](http://www.bancaditalia.it/studiricerche/convegni/atti/corp_gov_it/session1/evolution_ownership_control_structures.pdf)

BUSINESS ROUNDTABLE, *Request for Rulemaking Concerning Shareholder Communications, Petition 4-493*, 12 aprile 2004, disponibile su: <http://www.sec.gov/rules/petitions/petn4-493.htm>

CLEARY GOTTlieb STEEN & HAMILTON LL.P., *Commenti al secondo documento di consultazione*, 18 settembre 2009, disponibile su: [http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/regolamentazione\\_bancaria\\_finanziaria/consultazioni\\_pubbliche/CGSH.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/regolamentazione_bancaria_finanziaria/consultazioni_pubbliche/CGSH.pdf)

COMMISSIONE UE, *Commission Staff Working Document, Annex to the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the exercise of voting rights by shareholders of companies having their registered office in a Member State and whose shares are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2004/109/EC – Impact Assessment, {COM(2005) 685 final}*, 2005

COMMISSIONE UE, *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea - Un piano per progredire*, 2003, disponibile su: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:IT:PDF>, par. 2.1 e 3.1.2

CONSOB, *Nota tecnica in materia di sollecitazione e raccolta di deleghe di voto e di voto per corrispondenza*, 1998, disponibile su: [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori\\_preparatori/deleghe.htm?hkeywords=&docid=32&page=1&hits=79](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/deleghe.htm?hkeywords=&docid=32&page=1&hits=79)

CONSOB, *Delibera n. 12317 del 12 gennaio 2000*

CONSOB, *Delibera n. 17221 del 12 marzo 2010*

CONSOB, *Delibera n. 17389 del 23 giugno 2010*

CONSOB, *Comunicazione n. DEM/10078683*

CONSOB, *Relazione per l'anno 2006*, disponibile su: [www.consob.it](http://www.consob.it)

CONSOB, *Relazione per l'anno 2009*, disponibile su: [www.consob.it](http://www.consob.it)

CONSOB, *Recepimento della direttiva 2007/36/CE ("SHRD") relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate. Esiti della consultazione*, 24 dicembre 2010, disponibile su: [http://www.consob.it/main/aree/novita/recepimento\\_dir\\_2007\\_36\\_esiti.htm](http://www.consob.it/main/aree/novita/recepimento_dir_2007_36_esiti.htm)

CONSOB, *Recepimento della direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate. Documento di consultazione*, 5 agosto 2010, disponibile su: [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori\\_preparatori/consultazione\\_emittenti\\_20100805.htm?hkeywords=&docid=12&page=0&hits=116](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_emittenti_20100805.htm?hkeywords=&docid=12&page=0&hits=116)

CONSOB, *Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e revisione della regolamentazione in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio. Secondo documento di consultazione*, 18 febbraio 2011, disponibile su [www.consob.it](http://www.consob.it)

CONSOB, *Sollecitazione di deleghe di voto (art. 136 del Regolamento Emittenti). Documento di consultazione*, 16 marzo 2011, disponibile su: [www.consob.it](http://www.consob.it)

DTC, *Annual report*, 1999

HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERT, *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, 2002, disponibile su: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf)

INTERNATIONAL CORPORATE GOVERNANCE NETWORK (ICGN), *Statement of principles on institutional shareholder responsibilities* (2007), disponibile su: <http://www.icgn.org/best-practice/documents/earlier-editions/-/page/53/>.

MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *Attuazione della direttiva 2007/36/CE, seconda consultazione*, 24 luglio 2009, disponibile su [http://www.dt.tesoro.it/it/consultazioni\\_pubbliche/](http://www.dt.tesoro.it/it/consultazioni_pubbliche/)

MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *Attuazione della direttiva 2007/36/CE, prima consultazione*, 19 giugno 2008, disponibile su: [http://www.dt.tesoro.it/it/consultazioni\\_pubbliche](http://www.dt.tesoro.it/it/consultazioni_pubbliche)

MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *Recepimento della 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, in attuazione della delega di cui all'articolo 31 della legge 7 luglio 2009, n. 88*, disponibile su: [http://www.tuttocamere.it/files/dirsoc/Schema\\_DL\\_Diritti\\_Azionisti\\_Relazione.pdf](http://www.tuttocamere.it/files/dirsoc/Schema_DL_Diritti_Azionisti_Relazione.pdf)

OCSE, *Principi di governo societario*, 2004, disponibile su: <http://www.oecd.org/dataoecd/59/42/34622654.pdf>.

THE GIOVANNINI GROUP, *First report of the Giovannini Group on Cross Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, Bruxelles, 2001, disponibile su [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/first\\_giovannini\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/first_giovannini_report_en.pdf); ID., *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, Bruxelles, 2003, disponibile su [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/second\\_giovannini\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/second_giovannini_report_en.pdf)

SEC, Exchange Act Release No. 378, 24 settembre 1935

SEC, Release No. 34-12598, 7 luglio, 1976

SEC, Securities and Exchange Act Release No. 34-31326, 16 ottobre 1992

SEC, Securities and Exchange Act Release No. 34-32723, 6 agosto 1993

SEC, Release No. 34-42055, 26 ottobre 1999

SEC, Release No. 34-56914, 6 dicembre 2007

SEC, Release No. 33-9089, 16 dicembre 2009

SEC, Release No. 34-61175, 16 dicembre 2009

SEC, Release No. 34-62495 (*Concept release on the U.S. proxy system*), 14 luglio 2010

TREVISAN E ASSOCIATI, *lettera* del 18 settembre 2009, disponibile su: [http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/regolamentazione\\_bancaria\\_finanziaria/consultazioni\\_pubbliche/TREVISAN\\_x\\_ASSOCIATI.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/regolamentazione_bancaria_finanziaria/consultazioni_pubbliche/TREVISAN_x_ASSOCIATI.pdf)

U.S. House Report No. 1383, 73d Congress, 2nd Session, 1934

U.S. Senate Report No. 792, 73d Congress, 2nd Session, 1934

## Giurisprudenza

### Italiana

Cass. n. 2743/1974

Cass. n. 4709/1988, *Le Società*, 1988, p. 1030 e ss.

Cass. n. 4257/1997

Cass. n. 12144/1999

Cass. n. 11396/1999

Cass. n. 8370/2000

Cass. n. 11772/2003

Cass. n. 3872/2004

Cass. n. 5906/2004

Cass. n. 2860/2008

Trib. Milano 7 novembre 1994, *Giur. comm.*, 1995, p. 305

Trib. Milano, 6 febbraio 1992, *Giur. comm.*, 1993, II, p. 416

### Straniera

*Air Products and Chemicals Inc. v. Airgas, Inc.*, et al., C.A. No. 5249-CC (Del. Ch. Feb. 15, 2011)

*Business Roundtable v. SEC*, 647 F.3d 1144 (D.C. Cir. 2011)

*CA, Inc. v. AFSCME Employees Pension Plan*, 953 A.2d 227 (Del. 2008)

*Sadler v. NCR Corp.*, 928 F.2d 48 (2d Cir. 1991)

*RB Associates of New Jersey v. The Gillette Company*, No. 9711 (Del. Ch., Mar. 22, 1988)

*Enstar Corp. v. Senouf*, 535 A.2d 1351 (Del. 1987)  
*Shamrock Assoc. v. Texas Am. Energy Corp.*, 517 A.2d 658 (Del. Ch. 1986)  
*Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2nd 946 (Del 1985)  
*Moran v. Household Intern., Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985)  
*Hatleigh Corp. v. Lane Bryant, Inc.*, 428 A.2d 350, 355 (Del. Ch. 1981)  
*Canadian Javelin Ltd. v. Brooks*, 462 F. Supp. 190 (S.D.N.Y. 1978)  
*Studebaker Corp. v. Gittlin*, 360 F.2d 692 (2d Cir. 1966)  
*SEC v. Okin*, 132 F.2d 784, 786 (2nd Cir. 1943)  
*Girmes-Effekten-Spiegel* (Bundersgerichtshof, 20 marzo 1995)