

Ar2

Giovanni Niccolò Antichi

**Dissociazione del rischio dal voto
nella sollecitazione di deleghe
ed efficientamento dell'allocazione dei costi**





Aracne editrice

www.aracneeditrice.it
info@aracneeditrice.it

Copyright © MMXX
Giacchino Onorati editore S.r.l. – unipersonale

www.giacchinoonoratieditore.it
info@giacchinoonoratieditore.it

via Vittorio Veneto, 20
00020 Canterano (RM)
(06) 45551463

ISBN 978-88-255-2886-2

*I diritti di traduzione, di memorizzazione elettronica,
di riproduzione e di adattamento anche parziale,
con qualsiasi mezzo, sono riservati per tutti i Paesi.*

*Non sono assolutamente consentite le fotocopie
senza il permesso scritto dell'Editore.*

I edizione: marzo 2020

A Lavinia

Indice

II *Introduzione*

17 *Capitolo I*

Il principio di indivisibilità della partecipazione azionaria e le sue deroghe

1.1. I principi di indivisibilità ed inscindibilità della partecipazione azionaria, 17 – 1.1.1. *I profili storici della crisi: dicotomia tra controllo e rischio economico*, 20 – 1.2. Le tecniche di dissociazione fra «trasferimento dell'esercizio» ed «attribuzione» del diritto di voto, 21 – 1.2.1. *Il rischio di abuso del diritto di voto.*, 23 – 1.2.2. *Le azioni concesse in pegno o usufrutto, ovvero sottoposte a sequestro*, 24 – 1.2.3. *Il contratto di riporto del titolo di credito*, 26 – 1.2.4. *Il caso dei fondi comuni di investimento e dei fondi pensione*, 28 – 1.2.5. *Le azioni detenute con equity swap a breve termine*, 29 – 1.2.6. *La record date*, 31 – 1.2.7. *La sollecitazione di deleghe da parte dell'emittente*, 32 – 1.2.8. *L'esercizio del diritto di voto da parte delle banche depositarie dei titoli*, 33 – 1.3. Le ragioni di tenuta del principio di inscindibilità nonostante le dinamiche contrarie, 35.

37 *Capitolo II*

La rappresentanza in assemblea per mezzo di una richiesta forzosa di deleghe di voto

2.1. L'evidenza della scissione nella delega di voto «sollecitata», 37 – 2.1.1. *L'altalena storica del divieto del voto per delega: attualità delle riflessioni*, 39 – 2.1.2. *I motivi della previsione e gli accorgimenti per l'esercizio del voto delegato in maniera consapevole ed informata*, 44 – 2.1.3. *In via patologia: quando il voto per delega rischia di non essere consapevole*, 45 – 2.1.4. *Le conseguenze sul rapporto civilistico tra azionista e rappresentante nonché sul più ampio ambito di governo societario*, 46.

49 *Capitolo III*

Prospettiva storica e lineamenti generali della sollecitazione di deleghe in Europa e negli Stati Uniti

3.1. La *ratio* e la natura della richiesta di conferimento di deleghe nel quadro generale della nozione di «delega di voto», 49 – 3.1.1. *Le basi di diritto comune per una disciplina speciale*, 50 – 3.1.2. *Le finalità della sollecitazione di deleghe come strumento di governo societario*, 53 – 3.2. La prima formulazione della legge Draghi, 55 – 3.2.1. *Il committente e l'intermediario: i requisiti oggettivi e soggettivi (oggi abrogati)*, 57 – 3.2.2. *Il rapporto tra il committente e l'intermediario*, 57 – 3.3. La direttiva 2007/36/CE, la c.d. *Shareholders' right directive*, 58 – 3.4. La rivoluzione

copernicana del d.lgs. 27/2010 ed il successivo correttivo, d.lgs. 91/2012: nozione di «sollecitazione» nel contesto dell'informativa pre-assembleare e l'attuale disciplina in Italia, 60 – 3.4.1. *La nuova figura del promotore*, 62 – 3.4.2. *I particolari accorgimenti formali: la procedura e lo svolgimento della sollecitazione*, 63 – 3.4.3. *Il prospetto informativo*, 64 – 3.4.4. *Il modulo di delega*, 65 – 3.4.5. *L'ulteriore ed eventuale materiale diffuso*, 65 – 3.4.6. *Il conferimento e la revoca*, 66 – 3.4.7. *Il trattamento della delega di voto*, 68 – 3.4.8. *I rapporti tra delegato e delegante nell'esercizio del voto*, 69 – 3.5. Gli obblighi di comportamento e la responsabilità del promotore, 70 – 3.6. *Violazione delle regole di sollecitazione e rimedi risarcitori*, 72 – 3.7. *Profili comparatistici*, 72 – 3.7.1. *Cenni alle Proxy Rules statunitensi del Security Exchange Act del 1934*, 73 – 3.7.2. *Il Companies Act del 2006 in Gran Bretagna*, 78 – 3.7.3. *Il sistema francese del mandat en blanc*, 78 – 3.7.4. *Il Depotstimmrecht in Germania*, 82 – 3.7.5. *Il regime speciale delle sociedades cotizzate spagnole*, 84 – 3.7.6. *La recente esperienza nei Paesi Bassi*, 87 – 3.7.7. *La nuova direttiva 2017/828/UE che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti*, 90.

93 Capitolo IV

I diversi profili applicativi del problema nei metodi e nelle forme di sollecitazione

4.1. *La sollecitazione di deleghe da parte dell'emittente*, 93 – 4.1.1. *La questione dogmatica*, 94 – 4.1.2. *Le limitazioni previste dall'art. 138 Reg. Emitt.*, 95 – 4.1.3. *L'ambito applicativo ed enforcement*, 97 – 4.2. *La sollecitazione di deleghe da parte dei soci*, 98 – 4.3. *La sollecitazione di deleghe da parte di terzi*, 100 – 4.3.1. *Il consulente in materia di voto in veste di promotore*, 100 – 4.3.2. *La sollecitazione da parte delle associazioni di azionisti*, 105 – 4.3.3. *Altri metodi di sollecitazione*, 105.

107 Capitolo V

L'utilizzo delle tecniche allocative dei costi per l'allineamento del rischio con il voto

5.1. *Le problematiche di governance connesse alla parità di accesso alle finanze societarie ed i risvolti sulla dissociazione del rischio dal voto*, 107 – 5.2. *Le garanzie di parità di trattamento tra gli amministratori e gli azionisti, da una parte, e tra azionisti di maggioranza e di minoranza, dall'altra*, 108 – 5.3. *Spese della sollecitazione di deleghe: allocazione efficiente dei costi*, 109 – 5.3.1. *I requisiti di trasparenza di spesa ed i costi di sollecitazione*, 110 – 5.4. *Sollecitazione da parte dell'emittente: utilizzo dei fondi sociali*, 111 – 5.4.1. *Elaborazione dei principi generali delle corti negli ordinamenti anglosassoni: il concetto di ragionevolezza della spesa*, 112 – 5.4.2. *Identificazione delle spese che gli amministratori possono addebitare all'emittente*, 114 – 5.5. *Le ipotesi di limitazione a vantaggio di un'equità sostanziale*, 116 – 5.6. *Sollecitazione da parte degli azionisti: rimborso delle spese da parte dei fondi societari*, 117 – 5.6.1. *Il percorso logico-giuridico che ne legittimerebbe la previsione (anche normativa)*, 118 – 5.6.2. *Il rimborso delle spese di una sollecitazione vittoriosa*, 119 – 5.6.3. *Meritevolezza del rimborso anche per una non vittoriosa: preminenza dell'interesse sociale e competenza assembleare*, 119 – 5.7. *Giudizio di ragionevolezza delle spese da parte di un comitato endoconsiliare indipendente*, 121 – 5.8. *Postilla: plausibile struttura della fase giudiziale volta al rimborso*

spese da parte dell'emittente, 122.

125 *Bibliografia*

Introduzione

Il presente lavoro nasce in risposta ad un quesito che Jaeger pose nel suo scritto *Convenzione di voto rappresentanza azionaria* (p. 701) nel 1976, ben prima che in Italia venisse introdotta con la legge Draghi la disciplina della sollecitazione di deleghe di voto. Gli oltre quarant'anni trascorsi hanno reso più che maturo un responso.

L'autorevole dottrina si chiese se, in ambito di sollecitazione di deleghe di voto, per garantire eguaglianza di trattamento tra amministratori ed azionisti e quindi tra soci di maggioranza e minoranza, fosse necessario introdurre meccanismi di parità di accesso alle finanze societarie. In altre parole, descriveva come «l'obiettivo di assicurare la parità sostanziale delle condizioni in cui operano il *management* e i gruppi di opposizione incontra un grave ostacolo nella circostanza che le spese della *solicitation* sono, per le procure richieste dagli amministratori, a carico della società, mentre devono essere sostenute personalmente da chi voglia ingaggiare con i primi una *proxy fight*. Che il problema sia dibattuto dagli autori americani è già segno evidente dell'evoluzione raggiunta dal sistema; ma la soluzione (che potrebbe consistere nel far gravare sulla società le spese della richiesta di procure, da qualunque parte essa provenga, oppure, ma meno efficacemente per i fini perseguiti, nel porre a carico degli amministratori le spese delle *proxies* da essi sollecitate) non è stata ancora raggiunta»¹.

La risposta, tuttavia, necessita di una breve premessa sul principio di inscindibilità della partecipazione azionaria. Il fenomeno della dissociazione del rischio economico dall'esercizio del voto, difatti, è trasversale ed assume veste sia fisiologica, si pensi alla rappresentanza assembleare per mezzo della delega di voto, sia patologica, come nell'ipotesi del contratto di riporto dei titoli o della cessione della partecipazione alla *record date* o ancora delle azioni detenute con *equity swap* a breve termine.

Il fenomeno della dissociazione del rischio dal voto con riguardo ai metodi di sollecitazione di deleghe, seppur si incardini nel mero «trasferimento dell'esercizio di voto» consentito dalla legge, nell'ambito della delega di voto, e non di «attribuzione del diritto di voto», deve nondimeno inquadarsi in rigide regole onde evitare che la rappresentanza forzata degeneri.

1. P.G. JAEGER, *Convenzioni di voto rappresentanza azionaria*, in M. ROTONDI (a cura di), *Inchieste di diritto comparato*, ed. I, vol. V, *I grandi problemi della società per azioni nelle legislazioni vigenti*, Cedam, Padova 1976, pp. 700-701, cit.

In effetti, un'adeguata distribuzione dei costi di sollecitazione sopprimerebbe alla dissociazione del rischio dal voto almeno nell'ambito della sollecitazione di deleghe, trasportando la soluzione dal piano della disciplina dei diritti a quello più ampio del governo societario.

Vi è chi ha posto la questione, ma non l'ha risolta; o meglio, ha dato una risposta fondata sulla *two way proxy rule*, ma che non convince affatto. Tra gli autori statunitensi è circolata anche qualche spiegazione più incisiva, ma anche lì non risolutiva. Sia dottrina sia la giurisprudenza negli Stati Uniti, invero, a più riprese sono entrate nel merito dell'allocazione delle spese di sollecitazione, ma a fronte degli ostacoli tecnici incontrati (ad esempio, a chi spetterebbe la legittimazione a pronunciarsi sul rimborso delle spese al socio promotore) si sono ritratte e non sono approdate a soluzioni persuasive.

Dopo un'attenta opera di compilazione, anche storiografica, il campo di indagine dello studio si riduce dunque allo svisceramento del recente istituto della sollecitazione di deleghe di voto, ancorché poco trattato nella sua organicità per di più con diversi punti di vista, sotto due differenti tagli argomentativi.

Il primo volto alla sistematizzazione delle forme di sollecitazione, con l'intento di suddividere le forme di sollecitazione di deleghe utilizzando un doppio criterio: una prima categorizzazione in base a chi detiene l'iniziativa, distinguendo quelle promosse dall'emittente, da azionisti e/o da terzi. Ed una seconda con riguardo alle modalità di esecuzione della sollecitazione stessa, ovvero se avviene per mezzo di intermediari, gestori fiduciari, banche o ancora con l'ausilio dei consulenti in materia di voto.

Un secondo approfondimento dedicato, poi, alle problematiche dogmatiche connesse a certi tipi di sollecitazione con puntuale riferimento a quella in cui l'emittente si fa promotore, nonché alle possibili soluzioni attraverso l'argomentazione di tecniche allocative dei costi in capo all'emittente, beneficiaria di ultima istanza di ogni legittima sollecitazione.

Il riferimento va *in primis* all'ipotesi in cui gli amministratori, non come soci, bensì nella veste di legali rappresentanti dell'emittente, impegnano quest'ultima a promuovere una sollecitazione. Mentre negli Stati Uniti l'accesso ai fondi societari li è sempre consentito, in Italia il legislatore ha assicurato maggiore parità di trattamento tra i *challengers* impedendo agli amministratori, promotori in proprio, di attingere dalle casse societarie. Tuttavia, il problema permane anche laddove questi si facciamo promotori, per il tramite dell'emittente, fintanto che l'interesse latente alla sollecitazione sia il loro personale o di parte e non quello della società. Il mercato finanziario nostrano è caratterizzato dall'identità tra azionista di controllo e l'amministrazione, al punto che l'interesse che li spinge a farsi carico di una sollecitazione è inevitabilmente il medesimo (ovvero uno proprio o di parte). Per questa ragione, anche nel caso di sollecitazione di deleghe per il

tramite dell'emittente, si possano osservare i medesimi limiti di spesa già studiati oltreoceano che vedremo nel dettaglio.

Dato l'assunto per cui è impossibile operare una distinzione tra amministratori promotori in proprio o per mezzo dell'emittente, laddove l'interesse latente alla sollecitazione sia il loro personale o di parte e non quello della società, si affrontano i possibili limiti in cui dovrebbero incorrere gli amministratori nella promozione di una sollecitazione per il tramite dell'emittente e, viceversa, i margini in cui sarebbe plausibile un rimborso delle spese sostenute dall'azionista e/o terzo da parte dell'emittente.

D'altra parte si tratta anche la sollecitazione di deleghe da parte di azionisti, che in Italia è stata regolata in maniera del tutto paritetica alla sollecitazione di deleghe da parte dell'emittente. Altri ordinamenti viceversa hanno preferito far divergere le discipline, soprattutto in ragione della posizione di debolezza dell'azionista/promotore.

La *Securities Exchange Commission* ha dedicato appositamente la *Rule X-14A-8* del Regolamento alla proposta di sollecitazione da parte degli azionisti. La c.d. *shareholder proposal* presenta tuttavia caratteristiche molto diverse da come è stata disegnata la sollecitazione di deleghe da parte degli azionisti in Italia. Infatti, allorché uno o più azionisti americani siano intenzionati a presentare una sollecitazione di deleghe, sono tenuti a richiedere all'organo di gestione di includere la propria proposta di voto nel prospetto di sollecitazione del *management*. Se però gli amministratori si oppongono alla proposta degli azionisti, devono includere nel proprio prospetto di sollecitazione anche quello degli azionisti a supporto della proposta alternativa ed inserire nel modulo di delega specifiche forme di scelta con cui l'azionista sollecitato può esprimere la propria approvazione o disapprovazione della proposta. Nei casi in cui gli amministratori/soci o l'emittente non promuovono una sollecitazione, ovvero quando la votazione ha ad oggetto l'elezione dei componenti dell'organo di gestione, agli azionisti deve essere fornito il libro dei soci (*shareholder list*) affinché possano diffondere il proprio prospetto di sollecitazione autonomamente.

Come evidenziato da Jaeger in *Convenzioni di voto-rappresentanza azionaria* a p. 698, la scelta ontologica del nostro legislatore è stata all'opposto dettata dall'applicazione del principio di parità di trattamento tra gli amministratori e gli azionisti in senso meramente formale, atta unicamente ad evitare sperequazioni normative a vantaggio del *management*; ma che alla fine lo agevolano.

Relativamente alla questione dell'allocazione dei costi in caso di sollecitazione di deleghe da parte degli azionisti, ovvero entro quali margini sia possibile ipotizzare il rimborso al promotore (vittorioso) da parte dell'emittente, non si può che anticipare solo alcune riflessioni che per completezza si rinvia alla trattazione di cui al capitolo quinto.

Pur di fronte al fatto che in Italia raramente si assiste a sollecitazioni di deleghe promosse da azionisti, magari di minoranza, avverso le politiche gestionali intraprese dall'organo di amministrazione, spesso saldamente ancorate alle maggioranze granitiche che caratterizzano il mercato italiano seppur in lento sgretolamento, questo aspetto rimane un tassello fondamentale dell'indagine allo scopo di fornire una plausibile risposta al quesito iniziale.

Peraltro, un meccanismo di rimborso di spesa assimilabile a quello in parola, e non del tutto estraneo al suo scopo teleologico, lo si potrebbe rintracciare anche nel codice civile italiano. All'art. 2393-bis, co. 5, c.c. è invero normativizzata una fattispecie simile, seppur in materia di azione sociale di responsabilità nei confronti degli amministratori da parte della minoranza. Perciò, in caso di accoglimento di predetta domanda, la società è tenuta a rimborsare agli attori le spese del giudizio e quelle sopportate nell'accertamento dei fatti che il giudice non abbia posto a carico dei soccombenti o che non sia possibile recuperare a seguito della loro escussione. Tralasciando ogni ulteriore approfondimento, vi è da chiedersi se estendere prefata disposizione anche nell'ambito della sollecitazione di deleghe promossa dagli azionisti e/o terzi sia conforme ai principi costituzionali e alla *ratio* dell'istituto.

Quale che sia la sollecitazione, le spese in cui incorre il promotore, sia esso emittente, azionista o terzo, variano a seconda delle dimensioni della società, al numero dei suoi azionisti, alla natura ed allo scopo della sollecitazione.

L'esperienza, soprattutto statunitense, ha dimostrato da una parte che la conduzione di operazioni pre-assembleari non può prescindere da un'assistenza professionale e, dall'altra, come siano di difficile previsione i costi che dovranno essere sostenuti. Si pensi, ad esempio, che potrebbe essere promossa una contro-sollecitazione a fronte di una sollecitazione avviata da altro gruppo di azionisti e/o dall'emittente, specie in sede di elezione dei membri degli organi societari. In queste circostanze i costi lievitano notevolmente e non possono essere affatto abbattuti se non con una rinuncia alla sollecitazione stessa.

Tanto gli azionisti quanto e soprattutto l'emittente sono tenuti a stimare i costi potenziali, oltre che predisporre un piano strategico per promuovere una sollecitazione: il compenso dei legali, quello del contabile/ragioniere, e poi le retribuzioni degli assistenti, ad esempio nelle pubbliche relazioni, nonché dei consulenti in materia di voto. Senza queste professionalità raramente una sollecitazione potrà colpire nel segno; sono costi importanti, ma imprescindibili, che non tutti all'interno della compagine sociale possono permettersi.

È proprio su questo punto che si snoda la questione sia operativa che normativa dell'istituto della sollecitazione di deleghe: in effetti, a differenza

di altri ordinamenti, ad esempio la legislazione federale statunitense prevede la trasparenza informativa circa i costi della sollecitazione che devono essere manifestati nell'*Item 4* della *Schedule 14A (Rule X-14)*, quello italiano omette completamente di regolare l'aspetto delle spese, quasi come se non riguardasse il corretto funzionamento dell'istituto medesimo.

Come appare chiaramente dalla nota tecnica della *Consob*, redatta in preparazione alle modifiche che poi sono state apportate al *Regolamento Emittenti* in materia di raccolta e sollecitazione di deleghe di voto, il nostro regolatore ha fissato la questione dei costi di sollecitazione in maniera miope ed inadeguata. Se l'obiettivo era quello di raggiungere il maggior numero di azionisti senza aggiunta di costi eccessivi sul promotore della sollecitazione di deleghe, che potrebbe anche essere un azionista di minoranza, anziché incentivare tra l'altro la snellezza della procedura con la pubblicazione dell'avviso sulla stampa, sarebbe stato più corrispondente allo scopo prevedere meccanismi di allocazione dei costi a carico dall'emittente.

Una adeguata disciplina delle spese e dei costi di sollecitazione di deleghe in definitiva darebbe vitalità alla previsione normativa che nel nostro paese, seppur non abbia preso piede come negli altri mercati azionari anglosassoni, comunque si attesta ad un buon livello nel contesto europeo, in cui – come viene analizzato al capitolo terzo ultima parte – si affrontano le nostre stesse problematiche. Sicuramente vi sono fattori strutturali che rendono differenti i contesti di mercato, tanto che in Italia l'utilizzo della sollecitazione di deleghe è apparso sulla scena soltanto negli ultimi anni. Sovente sono state promosse da azionisti “disturbatori” senza alcun obiettivo specifico ed, invero, solo poche dall'emittente. L'unica effettivamente riuscita, oltre il caso *Tiscali* del 2015, è quella del Monte dei Paschi di Siena a fine 2016 per l'approvazione dell'aumento di capitale sino ad ulteriori cinque miliardi.

Diviene altresì primario fissare i limiti entro i quali gli amministratori possano fare utilizzo dei fondi dell'emittente, laddove sia la stessa a farsi promotrice; aspetto oggi del tutto ignorato anche dal *Regolamento Emittenti* della *Consob*.

La tentata risposta al quesito *Jaegeriano* aderisce alla sua prima proposta di responso, peraltro dal medesimo preferita, ovvero che le spese della richiesta di conferimento di procure debbano necessariamente gravare sull'emittente, da qualunque parte essa provenga ed a prescindere dall'esito vittorioso o meno. Si arrischia, infine, di sostenere che la garanzia di parità di accesso ai fondi societari potrebbe effettivamente contribuire alla parità di trattamento non solo tra gli amministratori e gli azionisti, ma anche tra azionisti di maggioranza e quelli di minoranza, e così ricomporre alla luce del principio di inscindibilità della partecipazione azionaria la dicotomia tra il rischio economico ed il diritto di voto nella sollecitazione di deleghe.

Il principio di indivisibilità della partecipazione azionaria e le sue deroghe

1.1. I principi di indivisibilità ed inscindibilità della partecipazione azionaria

«Le azioni sono indivisibili»¹. Questo assunto apparentemente lapalissiano è trasfuso nell'art. 2347 c.c., tassello di ordine generale nel nostro ordinamento giuridico². In altri termini, si afferma che la partecipazione azionaria³

1. Il disposto, già in nuce nell'art. 164 del codice di commercio del 1882 che recitava «Le azioni devono essere di eguale valore, e conferiscono ai loro possessori eguali diritti, se non è stabilito diversamente nell'atto costitutivo, salvo però ad ogni azionista il diritto di voto nell'assemblee generali», è stato poi ripreso dal codice civile del 1942, peraltro già oggetto di approfondite analisi dottrinali: v., *ex multis*, C. ANGELICI, *Le azioni*, artt. 2346–2356, in *Il codice civile. Commentario*; P. SCHLESINGER (diretto da), Milano 1992; R. BOCCA, *sub art. 2347*, in *Il nuovo diritto societario*, artt. 2325–2409 c.c., G. COTTINO, G. BONFANTE, O. CAGNASSO, P. MONTALENTI, diretto da, vol. I, Bologna 2004, p. 256; M.C. CARDARELLI, *sub art. 2347*, in *La riforma delle società*; M. SANDULLI, V. SANTORO (a cura di), vol. I, Torino 2003, p. 151; V. CARIELLO, M.S. SPOLIDORO, *Azioni e altri strumenti finanziari*, in *Aa.Vv., Parere dei componenti del Collegio dei docenti del dottorato di ricerca in diritto commerciale interno e internazionale*, Università cattolica di Milano, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 1453 e ss.; M. DI FABIO, *Riforma societaria e circolazione delle partecipazioni azionarie*, in *Riv. not.*, 2003, I, pp. 811 e ss.; F. GALGANO, R. GENGHINI, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, F. GALGANO (diretto da), ed. III, vol. XXIX, tomo I, Padova 2006, p. 1; L. ROTA, *sub art. 2347*, in *Commentario alla riforma delle società*, P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (diretto da), Milano 2008; D. U. SANTOSUOSSO, *Il nuovo diritto societario*, Milano 2003; A. ZANONI, *sub art. 2347*, in *Codice Commentato delle S.p.A.*, G. FAUCEGLIA, G. SCHIANO DI PEPE (diretto da), tomo I, Torino 2007, p. 170. Per quanto concerne i commenti al codice di commercio del 1882, v. A. DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, in *Il codice di Commercio commentato*, L. BOLAFFIO, A. ROCCO, C. VIVANTE (a cura di), IV ed., Utet, Torino 1938, p. 381; G. FERRI, *La disciplina delle società nel codice di commercio del 1882*, in *Aa.Vv., 1882–1982 cento anni dal codice di commercio*, Milano 1984; U. NAVARRINI, *Delle società e delle associazioni commerciali*, in *Commentario al codice di commercio*, vol. II, Milano 1924, pp. 543 e ss.; A. ASQUINI, *Dal Codice di Commercio del 1865 al libro del lavoro del codice civile del 1942*, in *Riv. dir. comm.*, 1967, I, p. 1; e V. ANGELONI, G. AZZARITI, G.T. GIANNINI, A. VEDANI, *Prima raccolta completa della giurisprudenza sul Codice di Commercio*, Milano 1918–1925, pp. 612 e ss.

2. Sul valore unitario dell'azione, cfr. F. TORTORANO, *Le azioni*, in *I grandi problemi della società per azioni nelle legislazioni vigenti*, M. ROTONDI (a cura di), ed. I, Cedam, Padova 1976, p. 313; P. SPADA, *Dalla nozione di tipo della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, I, 95, p. 110.

3. Il significato della parola «azione» ha assunto differenti connotati che spaziano da partecipazione sociale a titolo di credito, ovvero documento che rappresenta la partecipazione sociale, per passare dal concetto di frazione del capitale; per l'esegesi semantica v. B. VISENTINI, voce *società (Azioni di)*, in *Enc. dir.*, vol. IV, Milano 1959, pp. 967 e ss. e, più recentemente, M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni*; G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE (diretto da), vol. II, tomo I, Torino 1991, p. 3. Anche la dottrina tedesca ha per lungo tempo ricercato una distinzione soddisfacente dei diversi

rappresenta un complesso unitario di diritti e poteri di natura amministrativa (ad esempio, diritto di intervento e di voto alle assemblee), di natura patrimoniale (diritto agli utili, diritto alla quota di liquidazione), nonché di quelli a contenuto complesso sia amministrativo sia patrimoniale (quali il diritto di opzione ed il diritto di recesso) che difficilmente rientrano nella bipartizione classica⁴.

In dottrina⁵ tradizionalmente si è scissa la nozione di indivisibilità in senso tecnico⁶, ovvero concepire la partecipazione come entità unitaria⁷, *status*⁸, posizione contrattuale⁹, o addirittura diritto patrimoniale *sui generis*¹⁰, da quella di inscindibilità¹¹, intesa come «impossibilità di scomporre le varie posizioni giuridiche che si compendiano nella partecipazione azionaria e di una loro attribuzione a soggetti diversi»¹².

Si è pure ricercata una connessione tra i due profili tramite la deduzione del secondo dal primo¹³, erigendo l'indivisibilità a regola organizzativa della

significati della parola in questione: così H. RENAUD, *Das Recht der Aktiengesellschaften*, Lipsia 1875, p. 90 e K. LEHMANN, *Das Recht der Aktiengesellschaften*, ed. I, Berlino 1898, p. 215, trattati in Italia da A. DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, cit., pp. 492-493.

4. Cfr., altresì, G. COTTINO, *Diritto commerciale*, vol. I, Padova, 1976, p. 581 e F. DI SABATO, *Diritto delle società*, ed. III, Milano, 2011, p. 252.

5. B. VISENTINI, voce *società (Azioni di)*, cit., p. 975.

6. V. M. BIONE, *op. cit.*, p. 24, in cui l'A. fa discendere il connotato dell'indivisibilità direttamente dall'essenza del titolo azionario di unità di misura della partecipazione sociale minima e non frazionabile.

7. Ivi, p. 31.

8. Già in questo senso T. ASCARELLI, *Appunti di diritto commerciale*, ed. II, Roma 1936, p. 51; C. ANGELICI, *Sulla «inscindibilità» della partecipazione azionaria*, in *Riv. dir. comm.*, 1985, I, p. 124, par. 1 nt. 3. In senso contrario: T. FORMAGGINI, *Lo «status socii»*, in *Studi in memoria di Umberto Ratti*, Milano 1934, pp. 521 e ss.

9. Questa soluzione fu sostenuta da G. SANTINI, *Natura e vicende della quota di società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. civ.*, 1962, I, pp. 437 e ss.

10. Seppur in minoranza, cfr. G.C.M. RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, Milano 1965, pp. 249 e 264 e ss.

11. Cfr., C. ANGELICI, *Delle società per azioni: le azioni*, in *Commentario*, P. SCHLESINGER (a cura di), Milano 1992, p. 33 ed ancora M. BIONE, *op. cit.*, p. 24 che sul punto parla di «(im)possibilità di esercizio parziario ovvero, e più precisamente, di esercizio in misura comunque inferiore a quella segnata dal valore nominale, statutariamente predeterminato, dell'azione stessa». Al riguardo v. anche C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, ed. V, vol. II, *Le società commerciali*, Torino 1923, p. 201; A. DE MARTINI, voce *società (Azioni di)*, in *Enc. della banca e della borsa*, vol. IV, Roma-Milano, s.d. (ma 1968), p. 41; G. MARASÀ, *Legittimazione dell'azionista ed iscrizione nel libro dei soci*, in *Riv. dir. civ.*, 1975, II, pp. 35 e 46, nt. 45.

12. Sul tema, M. BIONE, *op. cit.*, p. 30.

13. R. ANNARATONE, *sub art. 2347*, in *Commentario al codice civile*, P. CENDON (a cura di), Milano 2010, p. 467; anche questo A. riprende il filone storico per cui la connessione tra la titolarità della partecipazione azionaria e l'esercizio dei diritti sociali alla stessa inerenti è così stretta da rendere impossibile che tali diritti possano essere attribuiti a soggetti diversi dal titolare della partecipazione, in quanto gli stessi spetterebbero solo ed esclusivamente a quest'ultimo. A p. 467 definisce l'inscindibilità «come il rapporto sussistente fra, da un lato, le diverse situazioni giuridiche insite nella partecipazione azionaria e, dall'altro, il complesso unitario delle stesse».

società per azioni e chinando l'inscindibilità a rapporto intercorrente tra le singole posizioni giuridiche in essa comprese ed il complesso unitario da loro risultante¹⁴.

Tuttavia, prevale la tesi dell'eterogeneità dei due concetti¹⁵. Tanto da far discendere l'inscindibilità direttamente dal principio di «corrispondenza e connessione del potere di decidere in materia economica con il rischio che la decisione può comportare»¹⁶, senza alcuna correlazione diretta con il fondamento normativo di cui all'art. 2347 c.c.

Si fa assurgere così l'identità soggettiva della titolarità¹⁷ a valore primario del diritto societario, da cui discende un rapporto unitario, quale declinazione del principio di uniformità ed autonomia dell'azione¹⁸, che tende a soddisfare l'esigenza di equilibrio di potere e rischio¹⁹, ovvero di determinazione della volontà dell'impresa e di concorso ai risultati economici della medesima.

La dottrina tedesca²⁰, ad esempio, ha distinto l'indivisibilità quantitativa da quella qualitativa non collegando l'una con l'altra, bensì ritenendo che l'origine dalla seconda debba ricercarsi direttamente nella causa del contratto di società²¹.

Altri autori²², diversamente opinando, hanno argomentato la diversità tra indivisibilità e inscindibilità sostenendo che, mentre la prima si sofferma sui diritti e gli obblighi inerenti la partecipazione, la seconda pone una stretta connessione tra la partecipazione sociale e lo *status* di socio²³.

14. C. ANGELICI, *Sulla «inscindibilità» della partecipazione azionaria*, cit., p. 125.

15. Cfr. N. GASPERONI, *Le azioni di società*, Padova 1942, pp. 119 e ss.; ID., voce *Società (azioni di)*, in *Noviss. dig. it.*, vol. II, Torino 1958, pp. 183 e ss.; e G. COTTINO, *Le convenzioni di voto nelle società commerciali*, Milano 1958.

16. Così B. VISENTINI, *Il sindacato di voto: realtà e prospettive*, in *Riv. soc.*, 1988, p. 15, che non condivide l'affermazione di G. FRÈ, *Società per azioni*, in *Comm. c.c.*, A. SCIALOJA, G. BRANCA (a cura di), ed. I, Bologna 1951, p. 150, per cui l'indivisibilità dell'azione deriverebbe dal «principio generale dell'indivisibilità dei titoli di credito», in quanto a Suo dire non tiene conto delle disposizioni che prevedono la possibilità di attribuire distinti titoli come nel caso dell'usufrutto (art. 2025 c.c. e art. I, co. 3, r.d. 29 marzo 1942 n. 239).

17. Per una declinazione del principio in parola al diritto di voto, v. M. BIONE, *op. cit.*, p. 33.

18. P.G. JAEGER, *Il voto «divergente» nelle società per azioni*, Milano 1976, pp. 59 e ss.

19. T. ASCARELLI, *Riflessioni in tema di titoli azionari, personalità giuridica e società tra società*, in *Saggi di diritto commerciale*, Milano 1955, pp. 219 e ss.

20. Cfr., tra gli autori tedeschi, R. FISCHER, *Die Personenvereinigungen*, in *Handbuch des gesamten Handelsrechts*, V. EHRENBERG (a cura di), vol. III, tomo I, Leipzig 1916, pp. 145 e ss.; H. WÜRDINGER, *Aktienrecht*, Karlsruhe 1959, pp. 38–39.

21. L'argomentazione è stata ripresa in Italia da F. D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, Milano 1968, pp. 118 e ss.

22. Cfr. G. MIGNONE, *sub art. 2347*, in *Codice commerciale delle società*, N. ABRIANI, M. STELLA RICHTER (a cura di), Torino 2010, pp. 648 e ss.

23. V. altresì M. LIBERTINI, A. MIRONE, P. M. SANFILIPPO, *sub art. 2347*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, vol. II, tomo I, Padova 2010, p. 242.

I.I.I. *I profili storici della crisi: dicotomia tra controllo e rischio economico*

È oramai indiscusso, ciò nonostante, che il principio dell'inscindibilità non impedisca una separata attribuzione²⁴, e dunque circolazione, di alcuni diritti²⁵ che, seppur scaturenti dalla medesima partecipazione azionaria, sono stati eretti ad autonomi diritti soggettivi, talvolta estranei all'organizzazione societaria²⁶.

Questo inevitabilmente mina le fondamenta della nozione stessa di partecipazione sociale ed ancora prima di contratto di società *tout court*²⁷.

Le preoccupazioni che possono scaturire dal separato trasferimento delle singole componenti della partecipazione non risiedono tanto nella validità ed efficacia *inter partes* del negozio traslativo, quanto piuttosto nella rilevanza «reale» dell'operazione, ovverosia nell'incidenza che la stessa può avere sull'assetto organizzativo dell'ente societario²⁸.

24. Atteggiamenti storicamente a favore della libera attribuzione di taluni diritti sono stati espressi da L. MENGONI, *La divisione del pacchetto azionario di maggioranza fra gli eredi dell'azionista*, in *Riv. soc.*, 1959, pp. 428 e ss.; G.C. M. RIVOLTA, *Sulla divisione delle quote sociali*, in *Riv. soc.*, 1974, pp. 531 e ss.; S. GATTI, *L'iscrizione nel libro dei soci*, Milano 1969. In giurisprudenza, v. Cass. 12 maggio 1965, n. 909, in *Giur. It.*, 1965, I, I, p. 1507, con nota critica di G. Santini. (²⁶ È stata tuttavia elaborata un'importante distinzione tra i diritti cedibili e quelli non cedibili separatamente: all'uopo, v. G. DE FERRA, *La circolazione delle partecipazioni azionarie*, Milano 1964 e C. ANGELICI, *La partecipazione azionaria nella società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, P. RESCIGNO (diretto da), vol. XVI, Torino 1985, pp. 195 e ss.

25. È stata tuttavia elaborata un'importante distinzione tra i diritti cedibili e quelli non cedibili separatamente: all'uopo, v. G. DE FERRA, *La circolazione delle partecipazioni azionarie*, Milano, 1964 e C. ANGELICI, *La partecipazione azionaria nella società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, P. RESCIGNO (diretto da), vol. XVI, Torino 1985, pp. 195 e ss.

26. Si pensi ai diritti di credito dell'azionista per utili dei quali sia stata deliberata la distribuzione oppure alla cessione del diritto di opzione sulle nuove azioni; cfr., sul punto, M. BIONE, *op. cit.*, p. 31; B. VISENTINI, voce *società (Azioni di)*, cit., p. 975; A. DE MARTINI, *op. cit.*, p. 41; G. FANELLI, *Le partecipazioni sociali reciproche*, Milano 1957; C. PASTERIS, *Il controllo nelle società collegate e le partecipazioni reciproche*, Milano 1957; D. PETTITI, *Contributo allo studio del diritto dell'azionista al dividendo*, Milano, 1957; G. ROSSI, *Utile di bilancio, riserve e dividendo*, Milano 1957; E. SIMONETTO, *Utili, dividendi e acconti dividendo nelle società per azioni*, Padova 1963; R. NOBILI, *Contributo allo studio del diritto di opzione nelle società per azioni*, Milano 1958; A. MIGNOLI, *Le «partecipazioni agli utili» nelle società di capitali*, Milano 1966; G. SENA, voce *Cedola*, in *Enc. dir.*, VI, Milano 1960, pp. 701 e ss.; G.L. PELLIZZI, *Principi di diritto cartolare*, Bologna 1967.

27. V. O. CAGNASSO, voce *Azioni di società*, in *Dig. disc. priv.*, Sez. comm., Torino 1987, pp. 127 e ss.

28. M. BIONE, *op. cit.*, p. 32.

1.2. Le tecniche di dissociazione fra «trasferimento dell'esercizio» ed «attribuzione» del diritto di voto

Con riferimento al diritto di natura amministrativa per eccellenza, ovvero al diritto di voto²⁹, la privazione all'azionista di tale diritto talvolta ha carattere strumentale al raggiungimento di taluni obiettivi primari³⁰. Si attribuisce ad un terzo una legittimazione secondaria e derivata rispetto alla titolarità della partecipazione³¹.

Le previsioni normative in cui è contemplata la scissione del diritto di voto dalla titolarità della partecipazione³², seppur seguendo un percorso assai travagliato³³, possono essere giustificate più che sul piano statico della struttura della partecipazione, su quello dinamico dell'attività d'impresa. In altri termini, collegare le stesse alla finalità di natura finanziaria dell'esercizio dell'impresa consente di identificare i rapporti giuridici di partecipazione in termini «sociali»³⁴.

L'identificazione formale viene così attuata mediante la tecnica del capitale sociale, frammentato in azioni assegnate ai soci³⁵, i quali per iniziativa unilaterale possono modificare il contenuto della partecipazione azionaria al fine di realizzare un proprio o altrui interesse³⁶.

29. Cfr. G. SENA, *Il voto nell'assemblea delle società per azioni*, Milano 1961, pp. 40 e ss., A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano 1960.

30. Al riguardo si noti P.G. JAEGER, *Il problema delle convenzioni di voto*, in *Giur. comm.*, 1989, I, p. 214, che distinse i sindacati azionari dalle vendite di voto sulla scorta del perseguimento del fine comune.

31. Quanto ai riflessi del fenomeno in parola sull'azione come titolo di credito, v. F. D'ALESSANDRO, «Fattispecie» e «disciplina» dei titoli azionari, in *Riv. dir. civ.*, 1971, I, pp. 501 e ss.; F. CHIOMENTI, *I titoli minori collegati alle azioni e alle obbligazioni: cedole, buoni d'opzione ed altri*, in *Riv. dir. comm.*, 1978, I, p. 223; anche in letteratura d'oltralpe, M. JEANTIN, *La loi du 3 janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l'épargne*, in *Riv. soc.*, 1983, pp. 1068 e ss.; B. BOULOC, *Les nouvelles valeurs mobilières: les certificats d'investissement et les titres participatifs*, in *Rev. soc.*, 1983, pp. 501 e ss.; nonché P. BALZARINI, *Certificati d'investimento e titres participatifs: nuovi tipi di valori mobiliari*, in *Quadrimestre*, 1984, pp. 672 e ss.; ed, infine, P. SPADA, *Titoli di credito (1977-1986)*, in *Riv. dir. civ.*, 1986, II, p. 617.

32. La rassegna della casistica di maggior rilievo, stigmatizzata nel tempo, seguirà *infra* §§ 2.2. e ss.

33. Sul punto vedasi *infra* § 4.

34. Cfr. V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Morano, Napoli 1960, pp. 179 e ss. nella parte in cui definisce l'azionista come «contraente del contratto sociale» e fa discendere la qualità di socio dal mero effetto del contratto sociale.

35. La letteratura sulle funzioni del capitale sociale è vasta: v. P. SPADA, *Un numero che detta regole: ovvero il ruolo del capitale sociale nel diritto azionario italiano*, in *Riv. not.*, 2014, pp. 437 e ss.; A. PACIELLO, *La funzione normativa del capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2010, p. 2; G. SPATAZZA, *Le società per azioni. Costituzione-Azioni*, in *Giur. Sist. Bigiavi*, ed. II, Torino 1984, p. 293; F. GALGANO, *La società per azioni, in Trattato di diritto commerciale e di dir. pubblico dell'economia*, F. Galgano (diretto da), ed. II, vol. VII, Padova 1984, p. 293; A. DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, cit., pp. 45 e ss.; C. ANGELICI, *Le disposizioni generali sulla società per azioni*, cit., p. 212; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, vol. II, *Diritto delle società*, M. CAMPOBASSO (a cura di), Torino 2006, p. 194; A. SALVETTI, G. CAVALLI, *Le società per azioni*, II, nella *Giur. sist. dir. civ. e comm.*, W. BIGIAVI (diretta da), ed. II, Utet, 1983, p. 252; G. FERRI, *Manuale*, V ed., Torino 1980.

36. Di per sé il fine non sarebbe illecito. È ad ogni modo necessario che il legislatore imponga entro quali limiti possa essere raggiunto e, soprattutto, come sia possibile nei casi in cui l'interesse

Non in tutti i casi, nondimeno, l'utilizzazione di termini come «spettanza»³⁷, allude alla violazione del principio di inscindibilità. La problematica del trasferimento della titolarità di diritti e della differente imputazione degli stessi a soggetti diversi attiene alla regolamentazione dell'esercizio delle facoltà sociali che riguardano la partecipazione³⁸.

Nelle tecniche di dissociazione si suole distinguere fra «trasferimento della titolarità dell'esercizio»³⁹ ed «attribuzione» del diritto di voto: mentre il primo caso consente meramente l'esercizio a terzi del diritto di voto senza cessione della partecipazione azionaria, nell'ipotesi di attribuzione si attua una vera e propria alienazione della partecipazione stessa⁴⁰.

Le differenze sono tangibili: mentre, l'«attribuzione» non genera alcuna violazione della inscindibilità, ma sì dell'indivisibilità sul piano degli interessi⁴¹; nel trasferimento della mera titolarità dell'esercizio si ha all'opposto lesione della inscindibilità⁴², ma non dell'indivisibilità giacché sul piano degli interessi non si registrano lesioni del principio di corrispondenza rischio-voto.

Per completezza di ragionamento giova passare in rassegna brevemente alcune fattispecie in cui nel nostro ordinamento è concepita, seppur in via eccezionale, la spettanza della titolarità del diritto di voto a soggetti

proprio od altrui collida con l'interesse collettivo.

37. Il termine, che deriva dal participio presente latino *spectans-antis*, ovvero nel significato italiano «essere di competenza di qualcuno» (Dizionario Treccani), è tanto preciso nell'identificare la componente soggettiva quanto generico nel determinare il meccanismo di attribuzione della competenza stessa. Per questa ragione è stato frequentemente impiegato nel codice civile. Ai fini della presente trattazione, si pensi all'art. 2352 c.c. relativo al pegno ed usufrutto di azioni di cui si parlerà *infra* § 2.2.

38. Cfr. L. FURGIUELE, *La disciplina dell'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate alla luce dell'art. 7 della Direttiva 2007/36/CE*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, p. 1005, che, con riferimento alla *record date*, sostiene la tesi per cui la data di registrazione non attribuisce la titolarità del diritto di voto all'alienante, ma rappresenta soltanto uno strumento di smobilizzo dell'investimento rispetto al quale la legittimazione al voto dell'alienante è una conseguenza eventuale.

39. L'ipotesi ricorre in tutti quei casi in cui si realizza una legittimazione secondaria nell'esercizio del diritto di voto che può essere (o meno) contemplata dalla legge. Si pensi, ad esempio, al voto per delega.

40. A tal proposito, già nello scritto di G. FLATTET, *La dissociation des droits de l'action*, in *Mélanges François Guisam*, Losanna 1950, pp. 143-164, sono stati esaminati alcuni fenomeni di affievolimento del principio dell'inscindibilità all'epoca ricorrenti, quali la rappresentanza con mandato in bianco alle banche ed a società finanziarie, gli *investment trusts* e il trasferimento non approvato di azioni vincolate. La considerazione fu comunque criticata qualche anno dopo in Italia da B. VISENTINI, voce *società (Azioni di)*, cit., p. 976, nt. 17, il quale intese precisare che, mentre si devono dichiarare illegali dette pratiche con richiamo all'inscindibilità, non possiamo tuttavia confonderle con quella scissione — che nei fatti accade — fra l'azionista di risparmio e quello che si serve dell'azione come strumento di comando, in quanto a suo dire non intaccherebbe il principio giuridico dell'inscindibilità anche se ne imporrebbe una sua rivisitazione.

41. Laddove, ad esempio nel riporto, le parti pattuiscono la restituzione dei titoli.

42. Tanto che le facoltà non vengono esercitate in maniera unitaria da un unico soggetto.

diversi da colui che risulta titolare dell'azione alla data dell'assemblea, nel tentativo di distinguere i casi di «trasferimento della titolarità dell'esercizio» dall'«attribuzione» del diritto di voto.

1.2.1. Il rischio di abuso del diritto di voto.

Tuttavia si può rinvenire, anche con notevoli riscontri giurisprudenziali, un limite generale all'esercizio del diritto di voto da parte del terzo, onde evitarne l'abuso⁴³.

Allorquando il terzo è portatore di un diritto avente propria autonomia e di un interesse del pari autonomo, che può atteggiarsi in modo profondamente diverso da quello del debitore, il suo comportamento non può travalicare l'esercizio del diritto di voto in *odium debitoris*, ovvero che non disponga di un voto determinato da finalità emulatorie; nel senso che non si serva del voto per scopi del tutto egoistici che non coincidono né con l'interesse sociale né con quello dell'azionista⁴⁴. Tanto che sul profilo rimediabile è stato riconosciuto in capo al socio titolare di azioni oggetto di pegno l'interesse ad agire nei confronti del creditore pignoratizio per il risarcimento del danno derivato da condotte illegittime ed abusive da lui poste in essere in violazione della disciplina che regola il pegno, indipendentemente dal giudizio di validità delle deliberazioni assembleari assunte *medio tempore* col voto del creditore medesimo⁴⁵.

Nell'ottica della tutela dell'azionista, si è registrata sempre nella giurisprudenza della Sezione Prima Civile⁴⁶ un'altra posizione più rigorosa

43. Nei rapporti tra delegante e delegato, per l'appunto, sono dettate ben due livelli normativi: quello generale dell'art. 2373 c.c. e quello speciale per le società quotate all'art. 135-*decies* TUF. Entrambe volti a regolare le situazioni di conflitto di interessi.

44. In questo senso, Cass. 17 giugno 1953, n. 1975, in *Foro it.*, 1954, I, p. 806 ed anche ribadita dei giudici di merito nel successivo giudizio di rinvio presso la Corte d'Appello di Roma nel 1958.

45. Cfr. Cass. 16 novembre 2007, n. 23824.

46. Tra le più recenti pronunzie, v. Trib. Milano, 11 luglio 1994, in *Giur. it.*, 1995, I, 2, p. 830 e Cass. 10 marzo 1999, n. 2053, in *Società*, 1999, p. 947 e Trib. Bari, Sez. IV, 27 febbraio 2012 n. 688 la cui massima recita così: «Nel caso di diritto di voto per le quote date in usufrutto, l'usufruttuario esercita un proprio diritto e non vota, conseguentemente, in nome e per conto del proprietario. Ne discende che non è obbligato ad attenersi alle istruzioni eventualmente impartitegli dallo stesso proprietario, pur dovendosi astenere da comportamenti che possano arrecare ingiusto danno a quest'ultimo. L'equiparazione normativa nell'art. 2352 c.c. di usufruttuario e creditore pignoratizio consente allora di estendere a quest'ultimo le suddette conclusioni raggiunte con riferimento al primo. Conseguentemente, dato che il creditore pignoratizio esercita un diritto proprio, senza alcun vincolo di mandato nei confronti del proprietario della partecipazione sociale, non è configurabile alcun conflitto di interessi. La facoltà del socio di farsi rappresentare in assemblea, prevista dall'art. 2479-*bis* c.c., comporta pur sempre, in ragione degli effetti proprio della rappresentanza, che il voto sia esercitato in nome e per conto del socio rappresentato. Contrariamente dunque alla posizione dell'usufruttuario e del creditore pignoratizio, la situazione del rappresentante non è in grado di neutralizzare una situazione di conflitto di interessi».

rispetto alla precedente e di matrice dominicale per cui al terzo deve essere necessariamente impedito di comportarsi in modo tale da «compromettere la conservazione del valore economico della partecipazione in società»⁴⁷, ovvero *salva rerum substantia*, sulla base di una visione prettamente oggettiva, piuttosto che soggettiva.

In questi termini, passiamo alla rassegna casistica già accennata.

1.2.2. *Le azioni concesse in pegno o usufrutto, ovvero sottoposte a sequestro*

È il caso, *in primis*, del pegno, dell'usufrutto e del sequestro di azioni⁴⁸. L'art. 2352 c.c. al co. 1 recita che «nel caso di pegno o usufrutto sulle azioni, il diritto di voto spetta, salvo convenzione contraria, al creditore pignoratizio o all'usufruttuario. Nel caso di sequestro delle azioni il diritto di voto è esercitato dal custode»⁴⁹.

Quanto al pegno ed all'usufrutto, si registra un'importante deroga al principio dell'inscindibilità⁵⁰: seppur l'opinione storicamente dominante⁵¹ è sempre stata ancorata all'idea della spettanza del diritto di voto unicamente al socio, la dottrina iniziò ad elaborare tesi contrarie⁵² fondate sull'assunto che la spettanza naturale del diritto di voto all'usufruttuario ed al creditore pignoratizio fosse conseguenza di una scomposizione, all'interno del rapporto giuridico di pegno o usufrutto, dell'interesse al valore ed alla redditività della partecipazione, non viceversa una sua definitiva neutralizzazione⁵³.

47. Cfr. Cass. 19 agosto 1996, n. 7614, in *Giur. it.*, 1997, I, 1, p. 586, in cui addirittura il Collegio enuclea il dovere del terzo usufruttuario di astenersi da comportamenti che possano arrecare in giusto danno al nudo proprietario della quota.

48. Il riferimento storico diretto si rinviene soltanto nel codice di commercio del 1882 all'art. 455 con riferimento al pegno di azioni per cui poteva «essere costituito mediante annotazione o mediante trasferimento dei titoli nei libri della società *per causa di garanzia*». Sul dibattito che all'epoca si accese circa il tema della consegna del titolo al creditore, v. C. VIVANTE, *Del contratto di assicurazione – di pegno – di deposito nei magazzini generali*, in *Il cod. di comm. commentato*, Utet, 1936, n. 640, p. 489 ed, ancora prima, L. PAPA D'AMICO, *Il pegno dei titoli di credito nominativi*, in *Dir. comm.*, 1910, II, 1, p. 90.

49. Cfr. F. FERRARA SEN., *L'usufrutto dei crediti nel diritto civile italiano*, in *Riv. it. sc. giur.*, 1904, XXXVIII, pp. 325 e ss.

50. A parere di taluni rappresentano meri accorgimenti tecnici per regolare l'esercizio del diritto di voto attribuendolo a chi appare più idoneo a svolgere la funzione tra i vari titolari di interessi sulla partecipazione; così C. ANGELICI, *Sulla «inscindibilità» della partecipazione azionaria*, cit., p. 138.

51. Cfr. F. FERRARA SEN., *L'usufrutto dei crediti nel diritto civile italiano*, in *Riv. it. sc. giur.*, 1905, XXXIX, pp. 142–143.

52. V., con riferimento all'ipotesi di azioni al portatore, F. MESSINEO, *I titoli di credito*, ed. II, Cedam, 1964, p. 284 per l'usufrutto e p. 311 per il pegno; G. VENEZIAN, *Dell'usufrutto, dell'uso e dell'abitazione*, ed. II, vol. II, Tipografia Soc. torinese 1931, p. 452.

53. In generale sul tema, seppur con differenti posizioni circa le limitazioni da imporre in capo all'usufruttuario ed al creditore pignoratizio nell'esercizio del diritto di voto, cfr. E. SOPRANO, *L'assemblea generale degli azionisti*, 1914, p. 92; E. FINZI, *L'esercizio del diritto di voto per le azioni al portatore date in pegno*, in *Studi di dir. comm.*, in onere di C. VIVANTE, *Foro it.*, 1931, pp. 541 e ss.; ed infine A. DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, cit., p. 419.

Il problema consiste nel carpire la tipologia e la rilevanza degli interessi coinvolti e l'intensità del rapporto tra il titolare dell'azione ed il legittimato all'esercizio del diritto di voto⁵⁴.

L'eterogenesi degli interessi nel caso del pegno porta ad affermare che, da una parte, il creditore pignoratizio ha un'aspettativa che consiste nell'interesse alla conservazione del valore patrimoniale e, ai fini soddisfatti, alla redditività del titolo azionario per la durata dell'obbligazione garantita⁵⁵; dall'altra, il socio debitore è interessato all'aumento del valore patrimoniale del titolo azionario e alla sua redditività prospettica⁵⁶.

Parimente, l'usufruttuario ha interesse all'incremento attuale ed immediato del valore della partecipazione, mentre il nudo proprietario è portatore di un'aspettativa futura alla redditività dei propri titoli a partire dal momento in cui tornerà a disporne⁵⁷.

La rubrica dell'art. 2352 c.c. menziona anche il sequestro tra le ipotesi di separazione del diritto di voto dalla partecipazione⁵⁸. La genericità dell'espressione lascia intendere che si riferisca sia al sequestro giudiziario⁵⁹ sia al sequestro conservativo⁶⁰ ancorché rispondenti a finalità differenti⁶¹.

Il custode, senza possibilità di patto contrario⁶², è tenuto ad esercitare il diritto di voto. Tuttavia, mentre nel primo caso la posizione giuridica e di interesse del sequestrante può essere assimilata a quella del socio con l'aspettativa avente ad oggetto la cautela, nel secondo — stante l'interesse all'espropriazione volta alla conservazione del valore economico — la posizione del sequestrante si avvicina maggiormente a quella del creditore pignoratizio⁶³.

54. Cfr., tra i tanti, B. VISENTINI, voce *società (Azioni di)*, cit., p. 974; F. DI SABATO, *Diritto delle società*, cit., p. 252; M. BIONE, *op. cit.*, p. 36; C.A. BUSI, *Assemblea e decisioni dei soci nelle società per azioni e nelle società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto dell'Economia*, E. PICOZZA, E. GABRIELLI (diretto da), Padova 2008, p. 750.

55. V. F. GALGANO, *Diritto Privato*, ed. XXII, Padova 2004, pp. 614 e ss.

56. S. POLI, *Il pegno di azioni*, Milano 2000, p. 287.

57. Tesi avallata dalla storica Cass. 17 giugno 1953, n. 1975, in *Foro it.*, 1954, p. 806.

58. Cfr. F. BELLI, C. ROVINI, *Riporto (contratto di)*, in *Noviss. Dig. it.*, A. AZARA, E. EULA (diretto da), ed. III, vol. I, Torino 1957-1975, pp. 541 e ss.

59. Cfr. G. RAGUSA MAGGIORE, *Riporto (contratto di)*, in *Enc. dir.*, Milano 1958-2008, vol. XL, pp. 1024 e ss.

60. Cfr. F. CARINGELLA, *Manuale di diritto civile*, F. CARINGELLA, G. DE MARZO (a cura di), vol. III, Milano 2008, pp. 1117 e ss.

61. Addirittura c'è chi sostiene che si applichi anche alle altre ipotesi di sequestro conservativo e preventivo penale nella misura in cui, al fine del raggiungimento di interessi pubblicitici, si impone al custode la più ampia autonomia di voto, talvolta anche divergente rispetto alle volontà del sequestrato; in questo senso G.B. BISOGNI, *sub. art. 2352 c.c.*, in *Azioni, Commentario alla riforma delle società*, P. MARCHETTI (diretto da), Milano 2008, pp. 482 e ss.

62. In ragione di questa sua veste di incaricato di pubblico servizio, a differenza del creditore pignoratizio e dell'usufruttuario, non è legittimato a disporre della propria situazione giuridica soggettiva.

63. Cfr. T. ASCARELLI, *Riflessioni in tema di titoli azionari, personalità giuridica e società tra società*, cit., p. 229; A. ASQUINI, *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1947, I, p. 23; K.

Non si parla, in questo caso, di attribuzione della titolarità di un diritto reale parziario in capo al terzo, bensì meramente che al custode dei titoli sequestrati viene attribuita la semplice legittimazione all'esercizio del diritto di voto⁶⁴.

1.2.3. Il contratto di riporto del titolo di credito

Un certo affievolimento del principio di inscindibilità si ricorda anche nel caso del riporto di titoli azionari⁶⁵. Per la sua stessa funzione economico-giuridica⁶⁶ si presta facilmente ad essere complice di operazioni societarie talvolta con finalità elusive⁶⁷. A mente dell'art. 1550 c.c. invero il diritto di voto, salvo patto contrario, spetta al riportatore⁶⁸.

Ancora oggi in dottrina si disquisisce sulla *ratio* di questa attribuzione al riportatore del diritto di voto⁶⁹. E a maggior ragione se ne discute con riferimento all'uso che ne è stato fatto in ambito assembleare, costituendo un valido incentivo alle manovre di voto⁷⁰.

Il riportatore si garantisce l'accaparramento di azioni in vista di un'assemblea e riguardo ad essa assicura il voto nella misura maggioritaria⁷¹.

RAUCH, *Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln*, ed. II, Graz, 1950, pp. 88–101; M. WEIDER, *Der Niesbrauch an Aktien*, Lipsia, 1925; e W. BIGIARI, *Estensione dell'usufrutto alle azioni «optate»?*, in *Riv. dir. trim. dir. proc. civ.*, 1947, pp. 584 e ss.

64. Il custode diversamente non è portare di un interesse proprio ed autonomo, ma soltanto giudizialmente investito della conservazione del bene nell'interesse altrui. Il diritto di voto lo esprime non sulla base di valutazioni proprie, ma solo sulle istruzioni del giudice, ovvero in conformità alle finalità del sequestro. Sul punto si registrano anche opinioni discordanti come quella di R. SANTULLI, voce *Sequestro: Sequestro giudiziario e conservativo (dir. proc. civ.)*, in *Enc. giur. Treccani*, Roma, 1998, pp. 2 e ss.

65. A mente dell'art. 1548 c.c. il riporto è definito come «il contratto per il quale il riportato trasferisce in proprietà al riportatore titoli di credito di una data specie per un determinato prezzo, e il riportatore assume l'obbligo di trasferire al riportato, alla scadenza del termine stabilito, la proprietà di altrettanti titoli della stessa specie, verso rimborso del prezzo, che può essere aumentato o diminuito nella misura convenuta».

66. Cfr. A. RIZZIERI, *sub art. 1548 c.c.*, in *Commentario breve al codice civile*, G. CIAN, A. TRABUCCHI (a cura di), Padova 2009, p. 1624.

67. Oggi vengono architettate anche altre tecniche, meno impegnative dal punto di vista finanziario, giacché consentono il trasferimento temporaneo di titolarità non già del titolo azionario, bensì del solo diritto di voto inerente; si pensi, ad esempio, alla sollecitazione di deleghe di voto di cui si vedrà meglio *infra* §§ 5. e ss.

68. La similitudine delle discipline non può portarci a confondere il riporto con la vendita a termine ai sensi dell'art. 1531 c.c. in quanto, mentre nella vendita il voto spetta al venditore (ovvero il riportato), nel riporto al riportatore e, comunque, non consentito il patto contrario.

69. Cfr. G. COTTINO, *Del riporto e della permuta (artt. 1548–1555)*, in *Comm. c.c.*, A. SCIALOJA, G. BRANCA (a cura di), ed. V, Bologna–Roma 1982, p. 61, sull'incoerenza rispetto alla disciplina della vendita a termine.

70. In quest'ipotesi il contratto è stato concluso nel solo interesse del riportatore, giacché è questo che ha bisogno di un certo numero di titoli azionari in vista di una determinata delibera in assemblea.

71. Anche se il legislatore avesse deciso nel senso opposto, ovvero di dare il diritto di voto al

A differenza del pegno e dell'usufrutto, però, si salvaguardia nella sua consistenza formale il principio di inscindibilità. Mentre in questi casi viene conferita la titolarità del voto ad un soggetto diverso dal titolare della partecipazione, nel riporto, viceversa, il diritto di voto è attribuito al riportatore, in altri termini al titolare temporaneo della partecipazione. Il problema, dunque, ritorna nuovamente sul piano degli interessi⁷²: seppur nel riporto il complesso unitario rimane soggettivamente integro, l'operazione complessiva sottostante cela un conflitto d'interessi tra il riportato ed il riportatore, in quanto il primo all'esito si troverà ad essere nuovamente titolare della partecipazione (e, quindi, riassumendosi il rischio delle decisioni pregresse assunte), senza però aver potuto partecipare alla stessa.

Questa sua condizione, in quanto voluta, verrà sicuramente ricompensata. Siamo nell'ambito del deporto, ovvero del caso in cui è il riportatore a pagare un premio al riportato. In base all'art. 1548 c.c. in questo caso il prezzo per il trasferimento a termine è diminuito nei confronti del prezzo versato al momento del primo scambio⁷³.

Nel deporto gli interessi del riportato si eguagliano con quelli del riportatore in quanto parimente meritevoli di tutela. Con patto contrario le parti attribuiscono liberamente la piena titolarità del diritto di voto⁷⁴. Anche nel contratto di riporto il principio di inscindibilità subisce limitazioni⁷⁵, sebbene per effetto di un atto di autonomia negoziale delle parti e non per volontà del legislatore come in altri casi⁷⁶.

riportato, sarebbe stato uguale.

72. Si verifica in taluni casi un disallineamento tra legittimazione primaria o secondaria all'esercizio di un diritto e gli interessi anche economici sottostanti; in altri termini, venendo meno ogni coincidenza tra l'esercizio del diritto altrui e l'interesse prevalente sottostante, lo scopo del legislatore non è quello di garantire la sovrapposizione del diritto all'interesse, bensì perseguire l'equilibrio tra interessi anche tramite il trasferimento temporaneo dei diritti.

73. R. COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, p. 313.

74. Cfr. A. WEILLER, *In tema di invalidità di sindacati azionari di amministrazione*, in *Foro pad.*, 1947, I, p. 244, G. OPPO, *Negozi parasociali*, Milano 1942, pp. III e ss.

75. Cfr. R. CORRADO, *I contratti di borsa*, in *Trattato di diritto civile italiano*, F. VASSALLI (diretto da), Torino 1950, pp. 294–296.

76. V. Cass. 5 agosto 1940, n. 2851, in *Rep. Giur. it.*, 1940, voce *Società*, n. 185; ed anche Cass. 4 agosto 1936, n. 2851, in *Giur. it.*, 1937, I, I, p. 209.

1.2.4. *Il caso dei fondi comuni di investimento e dei fondi pensione*

La legislazione in materia di fondi comuni di investimento⁷⁷ e di fondi pensione⁷⁸ contiene ulteriori ipotesi di scissione della partecipazione sociale nel senso di prevedere una diversificata imputazione di diritti patrimoniale e diritti amministrativi in ragione di una maggiore efficienza nella gestione del risparmio⁷⁹.

Il diritto di voto, dunque, è devoluto nell'interesse dei partecipanti, apaticamente disinteressati alla vita amministrativa della società⁸⁰, alla società di gestione del risparmio. I doveri fiduciari di cui è titolare nei confronti degli investitori/risparmiatori poggiano principalmente sul voto, quale elemento determinante di correttezza e trasparenza del gestore che, pur godendo di ampia discrezionalità nell'esercizio, potrà e dovrà essere giudicato in ossequio al raggiungimento dell'unico obiettivo dell'investitore, ovvero quello di valorizzazione della quota⁸¹.

Stante, tra l'altro, la formulazione del secondo co. dell'art. 40 TUF, l'esercizio del diritto di voto da parte del gestore non può dirsi neppure obbligatorio⁸²: un eventuale ed ipotetico atteggiamento passivo di esercizio del voto di per sé non dovrebbe configurare la violazione degli obblighi in capo alla società di gestione del risparmio a mente dell'art. 40 TUF, salvo che ciò violi il rapporto fiduciario ed integri criteri di responsabilità contrattuale dell'intermediario⁸³. Per questa ragione sono stati elaborati codici deontologici per la massima trasparenza nell'esercizio di voto: informazione alla clientela, rendicontazione periodica, prevenzione conflitti di interesse e controllo delle politiche di remunerazione⁸⁴.

77. I c.d. fondi comuni sono in realtà definiti dalla legge con il termine *oicr*, acronimo di «organismi di investimento collettivo del risparmio». Il Testo Unico della Finanza definisce e disciplina quelli italiani nel Titolo III dedicato alla gestione collettiva del risparmio al capo II (artt. 36-40-ter).

78. Si rinvia alla disciplina di dettaglio di cui al d.lgs. 21 aprile 1993 n. 124, come modificato dalla legge 8 agosto 1995, n. 335.

79. Cfr. F. VELLA, *sub. art. 40 TUF*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, G.F. CAMPOBASSO (diretto da), vol. I, Torino 2002, p. 357.

80. Questo aspetto fondamentale per lo studio del governo societario fu per la prima volta affrontato nel capolavoro di A. BERLE, G. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York 1932, a cui seguirono R. COASE, *The Nature of the Firm*, in *Economica—New Series*, 4, 16, 1937, pp. 386-405 e tantissimi altri sino ai giorni nostri, come B.R. CHEFFINS, *Il diritto societario e la separazione tra proprietà e controllo*, in *Banca imp. soc.*, n. 2, 2001, pp. 181 e ss.

81. Per approfondire l'aspetto civilistico legato alla qualificazione del rapporto tra committente ed intermediario, v. M. CIAN, *In tema di deleghe di voto secondo il decreto Draghi (rapporto rappresentativo e rapporto obbligatorio sottostante)*, in *Corr. giur.*, n. 1, 1999, p. 127.

82. Cfr. R. COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, cit., p. 322 in cui l'A. offre per intero la panoramica delle tesi favorevoli e contrarie all'esercizio del diritto di voto da parte dei fondi comuni.

83. *Ivi*, p. 320.

84. È tipico del nostro periodo storico l'atteggiamento comune di devolvere a strutture tecniche ed amministrative ciò che è sempre stato di competenza del legislatore, anche negli ordinamenti *civil*

Quanto ai fondi pensione, mentre l'art. 6, co. 4-ter d.lgs. 21 aprile 1993, n. 124⁸⁵ attribuisce ai fondi la titolarità dei valori e delle disponibilità conferiti in gestione, il co. 4-bis prevede il riconoscimento in ogni caso in capo al fondo anche della titolarità dei diritti di voto inerenti ai valori mobiliari nei quali risultano investite le disponibilità del fondo medesimo⁸⁶.

A seconda delle convezioni fra fondi e gestori muta anche la composizione degli interessi eterogenei sottostanti⁸⁷: qualora si tratti di mero rapporto di gestione, il secondo si limiterà ad amministrare con le risorse affidategli in cambio di un corrispettivo con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico⁸⁸. Il gestore, dunque, non avendo alcun interesse diretto nell'investimento sarà indifferente al risultato dello stesso. Il fondo, viceversa, ha interesse all'investimento tanto che gli spetterà sia la titolarità dei valori mobiliari sia dei diritti di voto inerenti.

Allorquando, invero, il gestore oltre all'obbligo di amministrare si assume anche quello di garantire la restituzione del capitale affidatogli⁸⁹, la valutazione di meritevolezza degli interessi da sottoporre a tutela – a danno tuttavia del principio di inscindibilità⁹⁰ – fa sì che l'attribuzione della titolarità della partecipazione sociale sia al gestore, mentre quella del diritto di voto al fondo.

1.2.5. Le azioni detenute con equity swap a breve termine

Il c.d. *equity swap* è un contratto derivato con il quale le parti si obbligano ad uno scambio periodico di frutti generati in conto capitale (in altri termini di

law. Così, si legge la proliferazione di fonti di *soft law* (codici deontologici, codici di autodisciplina e *best practice* anche in materie come il governo societario ed i rapporti tra attori economici.

85. G. PARTESOTTI, *La gestione dei fondi pensione tra pluralismo e par condicio tra gestori*, in *Contr. impr.*, 1996, pp. 1109 e ss.

86. Cfr. G. CASELLI, *Dissociazione fra titolarità delle azioni e titolarità del diritto di voto nella disciplina delle forme pensionistiche complementari*, in *Giur. comm.*, 1997, I, p. 327.

87. La scissione si pone su un piano differente rispetto alle precedenti ipotesi esaminate. Il problema non consiste più nello scegliere, ai fini dell'attribuzione dei diritti di voto, tra un soggetto interessato alla partecipazione ed uno meno, bensì tra due soggetti ugualmente interessati, seppur su due posizioni differenti; v., al riguardo, G. VOLPE PUTZOLU, *La gestione dei fondi pensione da parte delle imprese di assicurazione vita*, in *Assicurazioni*, 1988, I, p. 22.

88. Cfr. G. CASELLI, *Dissociazione fra titolarità delle azioni e titolarità del diritto di voto nella disciplina delle forme pensionistiche complementari*, cit., p. 326.

89. Laddove il gestore sia un'impresa assicuratrice, dovrà creare riserve tecniche sufficienti a garantire l'obbligazione assunta. Queste riserve devono essere coperte da attività di proprietà dell'impresa assicuratrice, che sono rappresentate da valori e titoli acquistati con le somme provenienti dai fondi che quindi rientrano nella sfera giuridica del gestore a bilanciamento dei loro obblighi di garanzia.

90. A detta di G. CASELLI, *Dissociazione fra titolarità delle azioni e titolarità del diritto di voto nella disciplina delle forme pensionistiche complementari*, cit., p. 328, nessuno strappo con l'ordinamento societario preesistente si concretizza.

dividendi o di altre distribuzioni in qualsiasi forma giuridica attuate) di un investimento azionario contro un tasso di interesse fisso o variabile su un debito (bancario od obbligazionario) di pari importo⁹¹.

I contratti di *swap* in origine dovevano permettere al soggetto possessore di azioni di compensare anche completamente la *performance* complessiva che si sarebbe realizzata sulle azioni possedute. Tuttavia, nella prassi dell'istituto l'utilizzo maggiore ne è stato fatto nel senso di consentire ad una parte di assumere l'esposizione ad un quantitativo di azioni in termini finanziari, mentre all'altra di spogliarsi del rischio associato pur continuando ad esserne formalmente titolare, libera di esercitare il diritto di voto⁹².

L'effetto della detenzione delle azioni senza la copertura del relativo rischio economico attraverso l'acquisizione di una posizione a breve termine con un contratto di *equity swap* fa sì che la parte c.d. lunga⁹³ acquisisca nei fatti i diritti patrimoniali e non anche il diritto di voto che permane in capo alla parte c.d. corta, ossia il *equity amount payer*. La posizione data dall'essere *lungo* sull'azione e *corto* sull'*equity swap* comporta avere i diritti di voto senza i diritti patrimoniali, scomponendo la partecipazione. Dall'altro lato, la posizione *lunga* sull'*equity swap* conferisce i diritti patrimoniali, ma non il diritto di voto⁹⁴.

All'esito, l'investitore rimane a tutti gli effetti azionista della società di cui possiede le azioni, senza per contro subire in alcun modo il rischio delle oscillazioni di valore dei titoli sul mercato⁹⁵.

91. Si convertono, quindi, i corrispondenti flussi, e non anche i rispettivi *assets* in portafoglio. V., nello specifico, C. NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano 2007, pp. 501 e ss, che suole dividere il *total return* dal *price return* in quanto nel secondo le parti non contemplano lo scambio delle distribuzioni, bensì riducono il tasso di interesse al capitale nozionale pari al valore dei titoli al momento della conclusione del contratto.

92. Cfr. G. CIALLELLA, *Il principio del collegamento tra rischio e voto in capo al titolare della partecipazione azionaria e il contratto di equity swap*, in *Studi sull'effettività delle regole societarie*, G.D. Mosco (a cura di), Roma 2011, p. 299.

93. In termini anglosassoni anche detto il *equity amount receiver*, ovvero l'intermediario finanziario dell'operazione.

94. Cfr. T.C. HU, B. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in *Southern California L. Rev.*, 79, 2006, p. 811 e ss.

95. L'*equity swap* nacque con lo scopo di essere impiegato in mercati con scarsa liquidità, ma con alte prospettive di redditività. Un investitore interessato al mercato azionario di paesi emergenti, anziché acquistare direttamente azioni sul mercato con i rischi che ciò comporta sia di credito sia di cambio, si accordava con un intermediario finanziario per un *equity swap* con cui ricevere il pagamento del ritorno complessivo di una determinata azione quotata sul mercato azionario del paese emergente in cambio del pagamento di un importo ancorato ad un tasso tipo meno lo spread. Altro utilizzo poteva riguardare l'operatività degli investitori risparmiatori nei mercati azionari il cui accesso li era impedito da vincoli normativi, attraverso con stipulazione di *equity swap* fondi di investimento che ivi operavano. La *ratio* del contratto di *equity swap* è dunque lecita anche in ragione delle diverse finalità perseguite, tra cui anche la gestione del passivo, la strategia fiscale ed il miglioramento delle opportunità di investimento.

1.2.6. La record date

Altro mattone dal muro dell'inscindibilità è stato tolto dal legislatore con l'introduzione della c.d. *record date*⁹⁶. La nuova disciplina di cui agli artt. 2347, co. 1, c.c. e 83–sexies TUF, ha definitivamente scalfito il principio per cui non era consentito attribuire la titolarità del diritto di voto in assemblea ad un soggetto diverso dal socio⁹⁷.

In altri termini, un soggetto che risulta azionista di una società quotata alla data di registrazione può smobilizzare il proprio investimento mediante la cessione della partecipazione ad un terzo, il quale — pur divenendo socio — non si vedrà trasferire la titolarità del diritto di voto che permane in capo all'ex socio sino alla conclusione della successiva assemblea⁹⁸.

Dal combinato disposto anzidetto discende, da una parte, che il diritto di voto può spettare ad un soggetto che non è necessariamente socio e, dall'altra, l'irrelevanza assoluta delle vicende traslative della partecipazione azionaria successive alla data di registrazione⁹⁹.

La *record date*, dunque, si qualifica come fattore dissociativo e, allo stesso tempo, criterio attributivo del diritto di voto¹⁰⁰, avvicinando inevitabilmente l'azionista cedente dopo la data di registrazione alla posizione del creditore pignoratizio, ovvero dell'usufruttuario, che pur non essendo azionisti esercitano il diritto di voto¹⁰¹.

96. È una delle più importanti novità in tema di diritti degli azionisti di società quotate con la direttiva 2007/36/CE adottata in Italia per mezzo del d.lgs. n. 27/2010 e del successivo correttivo, d.lgs. n. 91/2012.

97. I primi commenti risalgono a F. BRIOLINI, *Partecipazione al sistema di gestione accentrata, "comunicazione dell'intermediario", intervento e voto in assemblea. Note sul nuovo art. 2370 c.c.*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, I, pp. 33 e ss.; P. FERRO-LUZZI, *Azioni: gestione accentrata o dematerializzazione, partecipazione all'assemblea*, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 493 e ss.; e R. LENER, *Legittimazione all'intervento in assemblea in società quotate*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, P. ABADESSA, G.B. PORTALE (diretto da), vol. II, Torino 2007, pp. 79 e ss.

98. Si suggerisce la lettura di S. BALZOLA, *Record date e rappresentanza assembleare nelle società quotate: armonie e disarmonie (anche alla luce del d.lgs. 18 giugno n. 91)*, in *Banca, Borsa, tit. cred.*, 2013, I, p. 754, per meglio approfondire gli stretti legami che uniscono l'introduzione della *record date* con il voto per delega.

99. Cfr. L. FURGUELE, *La disciplina dell'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate alla luce dell'art. 7 della Direttiva 2007/36/CE*, cit., pp. 1000 e ss.; M. STELLA RICHTER JR., *Prime considerazioni sulla legittimazione all'esercizio del voto dopo la riforma delle società di capitali*, in *Studio di diritto industriale in onore di Mario Vanzetti*, vol. II, Milano 2004, pp. 631 e ss.

100. R. SECONDO, *L'attuazione della direttiva "record date": profili di criticità e soluzioni interpretative*, 1° parte, in *Nuovo dir. soc.*, 2011, n. 2, cit., p. 22.

101. Sui limiti derivanti dalla teoria del *beneficial interest* vedasi quanto si è già scritto in G. N. ANTICHI, *Le Funzionalità delle assemblee: l'attuale legislazione nel confronto internazionale*, in *Dir. fall.*, 2014, 5, I, pp. 630 e 631, in cui è stata analizzata la soluzione adottata in Gran Bretagna per comporre «le posizioni del cedente e del cessionario, in seguito al trasferimento della partecipazione, nell'intervallo di tempo che intercorre tra la stessa e la registrazione dell'operazione nel libro dei soci. L'acquirente non è ancora formalmente socio, in ragione della funzione costitutiva attribuita alle risultanze

1.2.7. La sollecitazione di deleghe da parte dell'emittente

Nella disamina delle diverse situazioni in cui si riscontra un discostamento nel parallelo rischio-voto, debbono prendersi in considerazione anche alcuni metodi di sollecitazione di deleghe che si passeranno in rassegna più approfonditamente al successivo capitolo quarto, tenendo comunque a mente che in questi casi si è in ambito di delega di voto¹⁰², ipotesi di «trasferimento dell'esercizio di voto» consentito dalla legge¹⁰³.

Certamente la sollecitazione di deleghe promossa dall'emittente, nonostante la recente introduzione in Italia, rappresenta il modello più problematico dal punto di vista concettuale¹⁰⁴.

Il ruolo del promotore è stato liberalizzato anche nel nostro ordinamento che nell'arco di pochi anni ha subito una rivoluzione copernicana in ambito assembleare¹⁰⁵. Quest'ipotesi, tuttavia, genera forti dubbi in ordine agli

dello *shareholder register*, anche se gli viene riconosciuto un interesse qualificato sulla partecipazione. Ne consegue che l'alienante diviene il fiduciario di quella partecipazione azionaria e, dunque, non soltanto è chiamato a conferire all'acquirente i dividendi eventualmente percepiti nell'intervallo di tempo fra l'accordo sulla cessione della partecipazione ed il suo perfezionamento, ma è altresì tenuto ad esercitare il voto in assemblea secondo le istruzioni ricevute o nominandolo suo rappresentante. In altri termini, la dottrina anglosassone attribuisce rilevanza al *beneficial interest* che qualifica la posizione del cessionario della partecipazione, attribuendogli un interesse alla deliberazione che verrà assunta, giacché è proprio nei suoi confronti, e non nei confronti del cedente, che si produrranno i suoi effetti. Per queste ragioni si ravvisa la necessità dell'apposizione di limiti all'esercizio del voto nei confronti dell'alienante, la cui espressione non può pregiudicare le aspettative del nuovo acquirente. Un'interpretazione simile a quella anglosassone potrebbe risultare di difficile applicazione nell'ordinamento normativo italiano che non conosce una disciplina del trust nell'accezione sua propria. Tuttavia, l'atteggiamento dall'alienante, lesivo dei diritti dell'acquirente, da cui non scaturisca una violazione di legge o di statuto tale da giustificare l'impugnativa della deliberazione, potrebbe subire l'applicazione dell'art. 2043 c.c. in ragione della violazione del principio del *neminem laedere*.

102. Cfr. B. VISENTINI, voce *società (Azioni di)*, cit., p. 976, in cui l'A. ammonisce sulla differenza tra il principio di inscindibilità e (divieto di) esercizio dei diritti sociali a mezzo di rappresentante, che si fonda sull'idea che il rappresentante delegato sia mero *nuncius*, privo di interessi propri, a cui può essere consentita l'attribuzione temporanei dell'esercizio del diritto di voto.

103. La rimozione del divieto dell'esercizio del voto per delega in fin dei conti è di recente introduzione nell'ordinamento italiano. Sul punto, vedasi *infra* §§ 4. e ss.

104. Molti illustri interpreti come P.G. JAEGER, *Le deleghe di voto*, in *La riforma delle società quotate*, F. BONELLI, V. BUONOCORE, F. CORSI, R. COSTI, P. FERRO LUZZI, A. GAMBINO, P.G. JAEGER, A. PATRONI GRIFFI (a cura di), Giuffrè, Milano 1998, pp. 101 e ss.; R. SACCHI, *Sollecitazione e raccolta delle deleghe di voto*, *ibidem*, pp. 387 ss.; G. MINERVINI, art. 136, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, G. ALPA, F. CAPRIGLIONE (a cura di), tomo II, Padova 1998, p. 1243 e F. GHEZZI, artt. 136-140 e 144, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, P.G. MARCHETTI, L.A. BIANCHI (diretto da), Milano 1999, p. 1267, convengono che all'emittente debba essere inibita la facoltà di promozione di una sollecitazione di deleghe. Di contro, A. GAMBINO, art. 139, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, G. ALPA, F. CAPRIGLIONE (a cura di), tomo II, Padova 1998, pp. 1266 e ss., sostiene la sua ammissibilità e coerenza.

105. L'opinione è indiscussa in dottrina; v., di recente, N. MICHELI, *La rappresentanza azionaria secondo il decreto attuativo della Direttiva Soci*, in *Banca impresa soc.*, 2, 2012, pp. 259 e 265.

evidenti profili di conflitto di interessi; se invero l'emittente si mobilita con le proprie finanze e per mezzo dei propri amministratori a promuovere una sollecitazione, questa necessariamente è svolta nell'interesse degli azionisti di maggioranza. L'effetto *perverso* di una disposizione di questo tenore porta a ritenere che, a prescindere dalle molteplici cautele a garanzia dell'azionista di minoranza sollecitato, comunque l'impostazione sistematica è a suo sfavore, giacché non gli garantisce il supporto economico e finanziario su cui basare una propria ed alternativa sollecitazione di deleghe che, viceversa, gli azionisti di maggioranza si procurano per il tramite dell'emittente¹⁰⁶.

Se è questo il problema, si deve capire come poter far funzionare la previsione della sollecitazione di deleghe direttamente da parte dell'organo di gestione, anche per mezzo di intermediari e/o consulenti in materia di voto, all'interno dell'architettura assembleare¹⁰⁷.

Nonostante molti in dottrina ritengano che una sollecitazione promossa dall'emittente metta in discussione molti principi in materia assembleare, ed in generale anche quelli posti a fondamento del corretto governo dell'impresa, il regolatore ha ritenuto sufficiente prevedere unicamente due limiti (non concettuali, bensì operativi) entro i quali l'emittente promotore esprime il voto delegato: a mente dell'art. 138, co. 4, *Reg. Emitt.* questo non può votare in modo difforme rispetto alle istruzioni ricevute e deve accettare anche istruzioni di voto non conformi alle proprie proposte (co. 2 del medesimo articolo)¹⁰⁸.

1.2.8. L'esercizio del diritto di voto da parte delle banche depositarie dei titoli

Ancor prima della sollecitazione di deleghe fu ampiamente dibattuto in tutto il vecchio continente l'esercizio del diritto di voto da parte della banca

106. Cfr. S. BRUNO, *Ruolo dell'assemblea di S.p.A. nella corporate governance*, Collana di Studi Luiss, 24, Cedam, Padova 2012, pp. 211 e 212 e G. SANDRELLI, *Note sulla disciplina "anti-scorrerie"*, in *Riv. Soc.*, 2018, p. 186.

107. Un'effettiva parità di posizione in ambito di sollecitazione di deleghe tra gli amministratori e l'azionista, come anche tra diversi azionisti, si potrà raggiungere, anche nell'ordinamento nostrano, unicamente garantendo uguale capacità di accesso ai fondi societari e non con l'obbligatorietà della *two-way proxy*. L'argomento verrà approfondito *infra* § 16.

108. Sull'obbligatorietà della *two-way proxy*, v. R. SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della Direttiva azionisti*, in *Giur. comm.*, 2012, I, I, p. 59 e G. NAPOLETANO, *Deleghe di voto* (artt. 136-144), in, *Il Testo Unico dei mercati finanziari: società quotate, intermediari, mercati, opa, insider trading: commento al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, L. lacaita, V. Napoleoni (a cura di), Giuffrè, Milano 1998, pp. 130 e ss. Tuttavia, una previsione di siffatto tenore in una sua applicazione estensiva esporrebbe al rischio di una notevole riduzione della probabilità che la sollecitazione di deleghe venga promossa a favore della generalità degli azionisti, piuttosto che di una certa categoria di soci. Lo stesso P.G. JAEGER, *Convenzioni di voto – rappresentanza azionaria*, cit., p. 699, ebbe ad affermare che «è evidente che, da sola, la regola in questione non offrirebbe chances sostanziali ai soci che vogliono organizzare un'opposizione al gruppo di controllo».

depositaria dei titoli detenuti in forza di specifiche clausole contrattuali sottoscritte più o meno (in)consciamente dall'investitore¹⁰⁹.

In Italia la questione fu stroncata sul nascere dalla legge del 7 giugno 1974, n. 216¹¹⁰, con la quale venne impedito l'esercizio di tale voto per delega¹¹¹.

Il dibattito è tanto complesso quanto attuale: basti pensare che la disciplina del *Depotstimmrecht* tedesco¹¹² poggia ancora oggi, da una parte, sull'idea che nessun altro soggetto potrebbe realisticamente sostituire la funzione della banca sul piano dell'agevolazione della partecipazione assembleare dei piccoli azionisti e, dall'altra, sulla puntuale informazione del socio circa i punti all'ordine del giorno e le materie portate alla discussione assembleare¹¹³.

Il limite invalicabile è costituito anche in questo caso dal «rilascio consapevole delle procure»¹¹⁴.

Le critiche mosse al divieto muovevano dall'idea che l'unica seria modalità di reale esercizio dei diritti amministrativi spettati ai soci di minoranza potesse rinvenirsi nel voto per delega delle banche depositarie¹¹⁵.

In Italia l'art. 210, CO. I, TUF, seppur sommessamente e senza un grande seguito, riammette già dal 1998 la delega alle banche nella misura in cui

109. Cfr. L. BUTTARO, *In tema di rappresentanza degli azionisti da parte di banche*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1967, I, p. 477 e G. FERRI, *La filosofia della mini riforma della società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1975, I, p. 212.

110. V.B. VISENTINI, voce *società (Azioni di)*, cit., p. 976, in cui l'A. esprimeva che non era possibile importare il modello tedesco in Italia a causa della differente struttura bancaria dei due paesi. Lo stesso A. lo ribadisce anche successivamente in ID., *Opinioni e discussioni sulla riforma delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1967, p. 478.

111. Secondo altri, ad esempio il Progetto Ascarelli, doveva essere consentito seppur con limiti quantitativi ed informativi.

112. Cfr. G. BALP, *Le società azionarie in Germania alla fine del 2000*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 968; M.J. ROE, *Some differences in corporate structure in Germany, Japan and United States*, in *Yale Law Journal*, 1993, p. 1927; ed infine, L.A. CUNNINGHAM, *Commonalities and Prescriptions in the Vertical Dimension of Global Corporate Governance*, in *Cornell Law Review*, 1999, p. 1134. Mentre, nella letteratura tedesca, cfr. U. ECKARDT, §§ 126 e ss., in E. GESSLER, W. HEFERMEHL, U. ECKARDT, B. KRUFF, *Aktiengesetz*, vol. II (Kommentar zu), Monaco 1974, p. 151; F.J. SEMLER, *Stimmrecht*, in AA.VV., *Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts*, vol. IV, Aktiengesellschaft, Monaco 1988, p. 399; T. BAUMS, P. VON RANDOW, *Der Markt für Stimmrecht*, in AG, 1995, p. 145; e T. BAUMS, *Vollmachtstimmrecht der Banken – Ja oder nein?*, in AG, 1996, p. 11.

113. Tra i primi commentatori italiani che hanno affrontato il tema, v.L. MENGONI, *La rappresentanza del socio in assemblea secondo il progetto tedesco di riforma della legge sulle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1961, p. 303; B. LIBONATI, *Recenti tendenze del diritto germanico in tema di società e cartelli*, in *Riv. soc.*, 1957, p. 896.

114. R. WEIGMANN, *Concorrenza e mercato azionario*, Milano 1978, cit., p. 46.

115. Tra i padri del diritto, v. A. GRAZIANI, *Possono le banche rappresentare gli azionisti nelle assemblee delle società?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1956, I, pp. 52 e ss.; T. ASCARELLI, *Rappresentanza assembleare dell'azionista da parte della stessa società o di una banca*, in *Banca, Borsa, e tit. cred.*, 1956, II, p. 243; L. BIAMONTI, *Rappresentanza degli azionisti in assemblea da parte di istituti di credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1956, I, pp. 520 e ss. Più di recente, M. BIANCA, *La rappresentanza dell'azionista nelle società a capitale diffuso*, Cedam, Padova 2003, p. 91.

all'art. 2372, co. 4, c.c. ne ha soppresso le parole «né ad aziende ed istituti di credito»¹¹⁶. Detta scelta è stata espressione dell'allontanamento del legislatore dalla soluzione rigorista della l. n. 216/1974 nella quale si rispecchia un rinnovato rapporto tra il sistema bancario e l'impresa in cui la commistione tra capitale finanziario ed industria non è più vista come un pericolo¹¹⁷.

1.3. Le ragioni di tenuta del principio di inscindibilità nonostante le dinamiche contrarie

Nonostante l'esito di questa breve disamina induca a ritenere il principio di inscindibilità della partecipazione azionaria in via di estinzione¹¹⁸, il dato positivo del nostro ordinamento ci deve comunque far riflettere sulla resilienza di detto principio e sull'impossibilità di una diversa configurazione e gradazione del medesimo.

Dal punto di vista della liceità sarebbe consentita soltanto l'attribuzione di una legittimazione secondaria dell'esercizio del diritto di voto (ad esempio, la delega di voto), subordinandola a condizioni rigide¹¹⁹. La norma di cui all'art. 2372 c.c. confermerebbe dunque l'impossibilità di investire persona diversa dal titolare dell'azione di una legittimazione primaria al voto e, quindi, dell'impossibilità di mutilare l'azione del diritto stesso¹²⁰.

Allo stesso tempo, gli interpreti e gli operatori giuridici hanno però fatto uso di istituti che, seppur finalizzati ad altri scopi, hanno avuto come effetto quello di trasferire temporaneamente la legittimazione primaria all'esercizio del diritto di voto, ovvero una vera e propria attribuzione, nonostante le norme imperative glielo vietassero¹²¹.

Si è sviluppato così un complesso dibattito in cui il presente lavoro si inserisce con l'intento di chiarire le diverse questioni affrontate in questo

116. Cfr. P. MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, G. COTTINO (diretto da), vol. IV, tomo 2, Cedam, Padova 2004, p. 182.

117. B. PETRAZZINI, artt. 136-140, in *La legge Draghi e le società quotate in Borsa*, G. COTTINO (diretto da), Torino 1999, p. 196 alla nota 5 distingue il dibattito tradizionale antecedente la riforma del 1974 tra il Progetto Marchetti per i limiti ed i divieti al rilascio delle deleghe, che poi fu abbandonato, ed i Progetti Ascarelli e De Gregorio, circa la «delega consapevole», promossi dalla legge Draghi che però alla fine non ha visto trionfare il criterio del rilascio della procura «informata», almeno nei fatti.

118. Molte delle tecniche esposte mirano proprio ad attribuire a terzi, anche con strumenti che non intaccano l'identità delle distinte titolarità, la legittimazione primaria all'esercizio del diritto di voto.

119. Cfr. G. FERRI, *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano*, F. VASSALLI (diretto da), Torino 1971, p. 416; G. COTTINO, *Diritto commerciale*, cit., p. 618; G. FRÈ, *Società per azioni*, cit., p. 355; e F. GALGANO, *Diritto commerciale*, ed. II, Bologna 1984, p. 296.

120. C. ANGELICI, *Sulla «inscindibilità» della partecipazione azionaria*, cit., p. 134.

121. È la mancanza dell'effetto deterrente sanzionatorio che ha spianato la strada a questi usi e queste prassi al limite della liceità.

primo capitolo con riferimento specifico, prima, alla delega di voto e, poi, in particolare al fenomeno dissociativo tra rischio e voto nella sollecitazione di deleghe a mente dell'art. 136 TUF.

La rappresentanza in assemblea per mezzo di una richiesta forzosa di deleghe di voto

2.1. L'evidenza della scissione nella delega di voto «sollecitata»

La rappresentanza in assemblea per mezzo di delega è pertanto un metodo di attribuzione, oggi pienamente riconosciuto¹, della legittimazione secondaria all'esercizio del diritto di voto².

Il fatto di sottoporre l'operato del delegato a stringenti regole di comportamento fa sì che sia lecito scindere temporaneamente detto diritto dalla partecipazione azionaria, purché nell'ambito della rappresentanza volontaria³.

La delega (ovvero la rappresentanza), consistente nella procura al voto *proxy*, è un negozio unilaterale astratto che non esterna la causa che lo giustifica: talvolta si ha mandato ed in altri casi si configura mero *nuncius*.

Nel primo caso la procura è esecutiva dell'impegno assunto dal rappresentante di *gestire* l'affare, talora non soltanto in nome del rappresentato ma anche per suo conto, cioè nel suo interesse, se del caso anche a fronte del compenso per il servizio di mandato⁴, ovvero a titolo gratuito, come nel

1. Per un'ampia disamina dell'istituto sia in un'analisi storica sia con riferimento alle problematiche attuali: cfr. M. BIANCA, *La rappresentanza dell'azionista nelle società a capitale diffuso*, cit., p. 36, ed ancora ID., *Luci ed ombre nella nuova disciplina della rappresentanza assembleare*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 1197.

2. Cfr., *ex plurimis*; S. GATTI, *La rappresentanza del socio nell'assemblea*, Giuffrè, Milano 1975, p. 131; F. GIORGIANNI, *In tema di rappresentanza del socio in assemblea*, in *Riv. dir. comm.*, 1966, p. 395; P.G. JAEGER, *Convenzioni di voto-rappresentanza azionaria*, cit., p. 697; ID., *La nuova disciplina della rappresentanza azionaria*, in *Giur. comm.*, 1974, I, p. 564; L. MENGONI, *La rappresentanza del socio in assemblea secondo il progetto tedesco di riforma della legge sulle società per azioni*, cit., p. 303; G. PELLEGRINO, *La nuova disciplina della rappresentanza dell'azionista nelle società quotate*, Milano 2002.

3. Tuttavia non può tradursi nell'addossare al delegante il rischio, che nel mercato del risparmio cadrebbe sull'azionista inconsapevole, a cui si rimedia con i dispositivi contrattuali come la prevenzione del possibile conflitto d'interessi tra delegante e delegato, e l'adeguata informazione, quando l'azionista è sollecitato a rilasciare delega; così da conservare in ogni caso al socio le condizioni di dominio dell'affare. V.S. LUONI, *Osservazioni in tema di delega a partecipare all'assemblea di società di capitali*, in *Giur. it.*, 12, 2008, p. 2743; V. DE LORENZI, *Rappresentanza diretta volontaria nella conclusione dei contratti e analisi economica del diritto*, Milano 2002.

4. Il mandatario può avere un proprio interesse alla gestione che gli è affidata, ma questo interesse deve rimanere convergente con l'interesse che gli ha affidato il mandante, non virtualmente conflittuale, altrimenti viola l'incarico ricevuto mandato *in rem propriam*.

caso della delega rilasciata al familiare per votare in assemblea di società chiuse⁵, oppure ancora assunto dal delegato nel proprio esclusivo interesse se ha ottenuto l'incarico a fronte di un beneficio per il delegante⁶.

Viceversa, è *nuncius*, nei confronti del delegante⁷, se il rappresentante ha assunto l'impegno esclusivamente di comunicare al terzo la volontà predeterminata del rappresentato. In tale ipotesi il delegato al voto non gestisce l'affare, ma esegue il servizio di trasmettere il voto in assemblea come il rappresentante comune nella comproprietà di azioni (art. 2347 c.c.), per cui la diligenza si esaurisce nel servizio di comunicazione. Tanto che non ha senso sollevare per questa figura il problema del conflitto d'interesse.

È questo anche il caso della sollecitazione di deleghe, in cui l'interesse che motiva il promotore è convogliare i voti raccolti nella direzione voluta, per approvare o respingere la proposta all'ordine del giorno dell'assemblea. L'azionista è sollecitato all'adesione al voto predeterminato, in ragione proprio del conflitto insito che la presenza dell'interesse proprio del delegato prospetta con l'interesse del socio delegante. Nei riguardi dell'azionista il promotore si impegna esclusivamente a trasmettere in assemblea il voto raccolto, già formulato, in funzione di *nuncius*, non di mandatario. Poiché in questi casi il voto non è maturato in assemblea, ma è raccolto dal delegato, con l'esclusivo compito di trasmetterlo in assemblea. Non si pongono profili di conflitto d'interessi, bensì di informazione, affinché la decisione, che il socio assume prima e al di fuori dell'assemblea, sia maturata con piena conoscenza.

Talvolta, dunque, il rappresentante è mero *nuncius*⁸, altre volte gli può essere attribuita maggiore libertà decisionale⁹. In ogni caso l'attenuazione

5. Soltanto nel mandato troviamo i problemi della diligenza nell'espressione del voto per conto del mandante, che include la lealtà di tenersi imparziale, compromessa dalla presenza di conflitti d'interesse del mandatario con il mandante.

6. Ad esempio è il caso delle aziende di credito nel passato; così, ancor più chiaro, se il delegato corrisponde una remunerazione per l'acquisto della delega, ciò che oggi non lo consente la regolamentazione. In questi casi i problemi non sono di conflitto d'interesse, poiché chi cede il voto è interessato al corrispettivo che ottiene per consentire all'altra parte di decidere; invece sono problemi di contenere, o vietare, transazioni incompatibili con il sistema di governo della società per azioni. La negoziazione del voto è contraria all'ordine pubblico che sovrintende l'organizzazione della società per azioni. Peraltro, la nullità non si trasmette sulla validità della deliberazione dell'assemblea (art. 2636 c.c.).

7. La posizione di *nuncius* è esclusivamente nei riguardi del delegante, poiché nei confronti della società, in assemblea, la procura legittima il delegato alla piena rappresentanza e solo il delegante può eccepirne le limitazioni.

8. Si pensi, ad esempio, al nostrano rappresentante designato, ovvero a cosa accade nel mercato finanziario francese in cui l'organo amministrativo dell'emittente spedisce alla residenza dell'azionista il modulo per la delega del voto al presidente dell'assemblea, funzione che generalmente è svolta dal presidente del consiglio di amministrazione. In queste ipotesi il delegato dovrà dirsi mero *nuncius*, poiché il socio che decide di conferirgli il voto è cosciente che si tratti di una delega in bianco a favore dell'operato dell'amministrazione in carica.

9. Pur sempre nei limiti imposti dall'art. 2372 c.c. e dagli artt. 135–novies e ss. del Testo Unico. Al riguardo, cfr. C. PASQUARIELLO, *Commento all'art. 2372 c.c.*, in *Le nuove Leggi civili commentate*,

del principio di inscindibilità¹⁰ si evidenzia con particolare nitidezza a favore di superiori interessi o scopi che tuttavia possono essere perseguiti dal rappresentante stesso nell'invito all'attribuzione del voto per delega a suo vantaggio¹¹.

In questa seconda ipotesi non si ha più un conferimento spontaneo e cosciente della delega¹², tanto che le regole per garantirne il corretto funzionamento sono soltanto parzialmente mutuabili dalla rappresentanza volontaria.

La stessa essenza dell'istituto crea quindi una stretta correlazione con la concezione di società per azioni: lo studio della rappresentanza «sollecitata» non può prescindere dal valutare gli effetti sui rapporti tra gli organi sociali, ovvero tra assemblea dei soci e l'organo amministrativo.

In questo senso, tanto più si crede che l'assemblea possa fungere da contrappeso ai poteri degli amministratori, quanto meno sarà necessario porre lacci e laccioli a questo genere di rappresentanza¹³.

2.1.1. *L'altalena storica del divieto del voto per delega: attualità delle riflessioni*

Proprio questa frattura con un principio generale del diritto societario portò, agli albori, il legislatore a vietare un simile comportamento¹⁴.

Cedam, Padova 2011; AA.Vv., *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, G. ALPA, F. CAPRIGLIONE (a cura di), tomo II, Padova 1998; AA.Vv., *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza* d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, G. MARCHETTI, L.A. BIANCHI (diretto da), Milano 1999; AA.Vv., *Il Testo Unico della Finanza*, M. FRATINI, G. GASPARRI (a cura di), tomo II, Utet Giuridica, 2012; AA.Vv., *Commentario al Testo Unico della Finanza*, G.F. CAMPOBASSO (diretto da), Utet, Torino 2002; AA.Vv., *Il Testo Unico dei mercati finanziari: società quotate, intermediari, mercati, opa, insider trading: commento al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, L. LACAITA, V. NAPOLEONI (a cura di), Giuffrè, Milano 1998; ed infine, AA.Vv., *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria*, C. RABITTI BEDOGNI (a cura di), Milano 1998; e R. SACCHI, *Applicabilità per analogia dei divieti di rappresentanza contenuti nell'art. 2372 c.c.*, in *Giur. comm.*, 1977, I, p. 248.

10. Alla quale non corrisponde un'altrettanta marcata costrizione dell'indivisibilità della partecipazione nell'ottica della funzione organizzativa che gli si conferisce.

11. Per notare i risvolti del fenomeno sul governo societario delle imprese italiane immediatamente dopo l'entrata in vigore del Testo Unico della Finanza, v. R. PERNA, *La nuova disciplina del voto per delega e il governo societario delle imprese italiane (prima parte)*, in *Soc.*, 3, 1999, p. 269 e ID., *La nuova disciplina del voto per delega e il governo societario delle imprese italiane (seconda parte)*, in *Soc.*, 4, 1999, p. 414.

12. Di fronte ad una richiesta forzosa di deleghe di voto da parte di un terzo chicchessia non sempre, anzi quasi mai, l'azionista viene edotto circa le politiche di voto per le quali sta conferendo la delega. È sul punto che si incentrano tutte le moderne legislazioni e regolazioni dei mercati finanziari: tutelare l'azionista *retail* alla stregua di un consumatore, questa volta però, di strumenti finanziari.

13. Fu alla fine degli anni '90 che la legge Draghi, che si approfondirà *infra* § 3., potenziò appositamente l'istituto della rappresentanza in assemblea tramite l'introduzione per la prima volta nel nostro ordinamento della sollecitazione di deleghe, rappresentando un'innovazione assoluta in materia.

14. L'idea che la rappresentanza agevolasse la raccolta di consensi anteriormente al momento assembleare, a cui poi non seguivano reali discussioni in quanto già svolte al di fuori di predetto

La prima codificazione del principio di rappresentanza in assemblea risale al Codice di commercio del 1865¹⁵ il cui art. 147 stabiliva che «gli azionisti possono farsi rappresentare da mandatari alle assemblee generali»¹⁶. L'esperienza di detto codice fu comunque breve giacché nel giro di nemmeno vent'anni si vide sostituire dal codice dell'unità d'Italia, ovvero il Codice di commercio del 1882, che risentì fortemente dell'esigenza di incentivare il dibattito assembleare onde evitare la prevaricazione degli amministratori sui soci anche tramite un'articolata regolamentazione della rappresentanza assembleare¹⁷.

Il Progetto Vivante¹⁸, che prese vita nel primo trentennio del Novecento, fu diffusamente recepito dal Codice civile del 1942¹⁹.

ambito, pervadeva l'allora Codice di commercio del 1807 che, affiancandosi al *Code de Commerce* napoleonico, non conteneva alcuna specifica disposizione in materia di assemblea, limitandosi bensì a ripartire i poteri tra questa e l'organo amministrativo: v. G. ALPA, *La cultura delle regole. Storia del diritto civile italiano*, Bari 2000, p. 48; R.T. TROP LONG, *Contratto di società*, LIVORNO 1842; F. GALGANO, *Storia del diritto commerciale*, Bologna 1976; S. GATTI, *La rappresentanza del socio nell'assemblea*, cit., p. 12.

15. Il Codice di commercio del 1865 si rifaceva in larga parte al Codice di commercio sardo del 1842; per un *excursus* storico, v. A.P. SCHIOPPA, *Saggi di diritto commerciale*, Milano 1992, pp. 149 e ss.

16. La disposizione menzionata rappresenta la prima regola di diritto positivo circa il voto per delega, così come ricordato da G. PALMIERI, artt. 136–137, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, G.F. CAMPOBASSO (diretto da), Utet, Torino 2002, p. III5. Neppure una delle tematiche, che poi verranno trattate e discusse nel secolo successivo come i limiti soggettivi e quantitativi, venne all'epoca affrontata. Cfr. S. GATTI, *La rappresentanza del socio nell'assemblea*, cit., p. 14.

17. A. DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, cit., p. 381 e G. FERRI, *La disciplina delle società nel codice di commercio del 1882*, cit., pp. 96 e ss.

18. Tra gli illustrissimi commentatori dei primi del Novecento spicca inevitabilmente Cesare Vivante che molte pagine dedicò ai limiti di delega agli amministratori ed ai membri del collegio sindacale nonché alla necessità di dare maggiore regolazione alla sollecitazione delle deleghe piuttosto che al conferimento stesso della delega; Cfr. C. VIVANTE, *Gli azionisti fiduciari (prestanome) nelle assemblee delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1903, I, p. 167; ID., *Trattato di diritto commerciale*, Milano 1912; ID., *Sul risanamento delle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1917, I, p. 167; ID., *Contributo alla riforma delle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1934, I, p. 309; V. SALANDRA, *Il progetto Vivante per la riforma delle anonime e le società di partecipazione*, in *Riv. dir. comm.*, 1934, I, p. 747. Particolare vivacità fu dimostrata anche dalla giurisprudenza che nell'arco di qualche decina di anni formulò saldi argini giudiziali all'esercizio indiscriminato della delega. In ordine cronologico si riportano le seguenti pronunce: Corte d'Appello di Genova 16 maggio 1898, in *Repertorio generale delle massime di giurisprudenza commerciale*, Torino 1907, p. 215, con nota di A. INGARANO, p. 215; Trib. Venezia, 5 aprile 1884, in *Repertorio generale delle massime di giurisprudenza commerciale*, Torino 1907, p. 221, con nota di A. INGARANO, p. 221; Trib. Genova 10 agosto 1887, in *Giurisprudenza sul Codice di Commercio*, Milano 1918, p. 612, con nota di U. NAVARRINI, p. 612; Corte d'Appello di Milano 15 novembre 1901, in *Repertorio generale delle massime di giurisprudenza commerciale*, Torino 1907, p. 216, con nota di A. INGARANO, p. 216; e Trib. San Remo 22 giugno 1934, in *For. It.* 1935, I, p. 160 con nota di T. ASCARELLI, p. 160.

19. Secondo S. GATTI, art. 137, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, G. ALPA, F. CAPRIGLIONE (a cura di), Tomo II, Padova 1998, p. 1245, la preoccupazione era quella di evitare un'indecente circolazione delle deleghe di voto. V. anche A. ASQUINI, *Dal Codice di Commercio del 1865 al libro del lavoro del codice civile del 1942*, cit., p. 1.

Dalla lettura del testo originario dell'art. 2372 c.c.²⁰, pur trasparendo con una certa nitidezza tutto lo sfavore che all'epoca si nutriva nei confronti della rappresentanza assembleare²¹, il legislatore non poté esimersi dal disciplinare compiutamente l'istituto anche in ragione del quadro normativo statunitense in cui oramai da qualche anno il meccanismo delle *proxies* aveva preso il sopravvento nell'attività ordinaria del mercato finanziario e del fatto che in Italia il tessuto economico esigeva aperture alle società pubbliche²².

Nonostante tutta quella serie di regole volte ad evitare un uso distorto della rappresentanza assembleare, non fu impedito l'aggiramento grazie alla raccolta sommersa di deleghe da parte delle banche depositarie dei titoli in amministrazione²³ ed anche all'incetta voti da parte degli amministratori²⁴.

Negli anni immediatamente successivi²⁵ prese vita un vivace dibattito che vide la sintesi dei maggiori temi legati al fenomeno della rappresentanza assembleare nel Progetto Ascarelli²⁶. Tuttavia non si limitò a trattare le problematiche in sé, piuttosto ebbe ad allargare gli orizzonti sino ad intravedere nella delega di voto le premesse per un allentamento del potere esercitato dalle oligarchie finanziarie²⁷.

In altre parole, al di sotto della disputa sulla rappresentanza assembleare venivano intraviste le soluzioni per altre due profonde manchevolezze dell'epoca: da una parte, la necessità di filtrare anche in Italia il modello delle *public companies* statunitensi in cui il conglomerarsi di azionisti di minoranza avrebbe potuto favorire un dibattito assembleare ed una valida alternativa ai gruppi di poteri prestabiliti²⁸; e dall'altra, l'esigenza di individuare meccanismi di finanziamento dell'impresa alternativi al sistema bancario per un mercato mobiliare oramai asfissiato ed incapace di fornire risposte

20. Così recitava: «*Rappresentanza in assemblea..* Salvo disposizione contraria dell'atto costitutivo, i soci possono farsi rappresentare nell'assemblea. La rappresentanza deve essere conferita per iscritto, e i documenti relativi devono essere conservati dalla società. Gli amministratori e i dipendenti della società non possono rappresentare i soci nell'assemblea».

21. Già all'epoca i vincoli all'esercizio del voto per delega erano molti: dalla forma scritta alla conservazione delle procure, sino all'impedimento degli amministratori e dei dipendenti a ricevere la delega.

22. Era già visibile che il primario intento nell'introduzione della disciplina della rappresentanza assembleare era di sollecitare l'apatico azionista di risparmio, che non avrebbe avuto alcun pretesto o incentivo ad un coinvolgimento nell'attività sociale, a partecipare alla volontà assembleare.

23. Cfr. A. GRAZIANI, *Possono le banche rappresentare gli azionisti nelle assemblee delle società?*, cit., p. 195; F. VELLA, *Limiti alla rappresentanza azionaria e rapporto banca e impresa*, in *Banca impresa e soc.*, 3, 1994, p. 311; T. ASCARELLI, *Rappresentanza assembleare dell'azionista da parte della stessa società o di una banca*, cit., p. 243.

24. Cfr. M. BIANCA, *La rappresentanza dell'azionista nelle società a capitale diffuso*, cit., p. 53.

25. Negli anni '50 e '60 un sano dibattito giuridico si fece largo anche e soprattutto su questi argomenti che rappresentavano il motore di una ripartenza economica e culturale per tutto lo stivale.

26. V.T. ASCARELLI, *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 1.

27. G. COTTINO, *Le convenzioni di voto nelle società commerciali*, Milano 1958, p. 205.

28. F. VELLA, *Limiti alla rappresentanza azionaria e rapporto banca e impresa*, cit., p. 311.

alle nuove esigenze dimensionali e di internazionalizzazione delle imprese italiane²⁹.

Gli anni '60 pertanto si conclusero in un clima di grande fervore in cui ci si aspettava una sostanziale riforma delle società di capitali, specie quelle quotate³⁰. Il tavolo di confronto si incentrò principalmente sull'abuso così evidentemente perpetrato dalle banche depositarie nell'esercizio del voto delegato³¹, tanto che con il Progetto De Gregorio³² si addivenne all'introduzione del generale divieto di conferimento della delega alle banche depositarie dei titoli³³.

Con la riforma del 1974³⁴ si avviò un nuovo percorso in cui, a fronte di un graduale abbandono dell'iniziale sfavore, il voto per delega fu sempre più percepito come necessario, purché vi fossero regole stringenti onde garantire che il conferimento avvenisse in maniera informata e cosciente. Eppure l'intervento normativo non fu soddisfacente³⁵.

Sebbene negli anni successivi si fosse diffuso un sentimento di disillusione per cui nessuno sperava che il legislatore si facesse promotore di una disciplina organica delle delega «informata» men che meno della sollecitazione di deleghe di voto, in dottrina si continuò ad approfondire non tanto la regolazione del rapporto interno tra delegante e delegato³⁶, quanto piut-

29. In realtà, poi, salvo che per la legge del '74, le diverse proposte di riforma sfociarono anche nella legge 28 marzo 1983 n. 77 sulla disciplina delle grandi imprese e del mercato finanziario, in cui tuttavia il dibattito sulla rappresentanza assembleare fu marginale.

30. Negli stessi anni, mentre negli Stati Uniti il corso delle *Proxy Fights* era già avviato anche grazie al manuale capolavoro di E.R. ARANOW, H.H. EINHORN, *Proxy Contests for corporate control: A treatise on the legal and practical problems of management and insurgents in a corporate proxy contest*, Columbia Univ. Pr., New York 1963, guida metodologica ancora oggi per amministratori, avvocati e *proxy advisors*, la Germania si apprestava a varare una vera e propria riforma delle società di capitali che, prendendo ispirazione dalle regole di *shareholders democracy* statunitensi, adattava le *proxy rules* al mercato bancocentrico tedesco in rifiuto dell'idea di una raccolta delle deleghe come campagna elettorale. Sul punto, V.L. MENGONI, *La rappresentanza dei soci nell'assemblea secondo il progetto tedesco di riforma della legge sulla società per azioni*, cit., p. 303; G. FERRI, *La tutela dell'azionista in una prospettiva di riforma*, in *Riv. soc.*, 1961, p. 177.

31. Era in pratica un piano stabile di connivenza tra i vertici degli istituti bancari ed i membri degli organi amministrativi delle principali società quotate che si trasformava nella sostanza in un controllo diretto del sistema bancario su quello industriale e finanziario borsistico.

32. Alla fine naufragò in parlamento e fu portato a conclusioni il diverso Progetto DE GENNARO, VISENTINI del 1967.

33. Poi confluito nell'art. 8, l. n. 216 del 1974.

34. Nonostante i plausi per aver reciso alle banche depositarie il voto per delega per mezzo dei contratti di deposito ed amministrazione dei titoli, fu molto criticata per non aver allo stesso tempo previsto la sollecitazione di deleghe di voto, quale strumento ritenuto già all'epoca di democrazia azionaria.

35. L'istituto della sollecitazione di deleghe non fu neppure fatto entrare all'interno del dibattito parlamentare.

36. Già l'istituto del mandato di cui agli artt. 1703 ss. c.c. risolve molte delle problematiche connesse, seppur la rappresentanza assembleare sia speciale rispetto alla volontaria tradizionalmente trattata in diritto civile.

tosto le implicazioni di governo societario connesse all'esercizio massiccio del voto per delega³⁷.

Con la legge Draghi alla fine degli anni '90 si giungerà ad una definitiva innovazione del sistema³⁸: il legislatore stretto tra l'esigenza di ammodernamento della società per azioni³⁹ ed il bisogno di reperimento di capitali anche esteri per il compimento delle operazioni di privatizzazione ebbe a trasfondere il modello di *Public Companies* statunitense nel mercato finanziario italiano dell'epoca.

Tra le numerose misure auspiccate, molte delle quali alla fine anche recepite⁴⁰, spiccava un'organica disciplina della sollecitazione di deleghe assembleari sul modello delle *Proxy Rules*⁴¹. Si noti che l'intento del legislatore italiano nell'introdurre una disciplina di siffatto tenore era opposto a quello del regolatore statunitense: mentre negli Stati Uniti nei primi anni del Novecento le società aperte erano in mano ai soli amministratori, i quali — forti della teoria di una netta separazione tra proprietà e controllo — di fatto riuscivano tramite la raccolta diretta di deleghe a proprio favore a gestire, talvolta mal gestire⁴², interi gruppi imprenditoriali⁴³; in Italia, o comunque in Europa in genere, la struttura societaria non era (e non è) caratterizzata da quella rigida separazione tra proprietà e controllo, con l'effetto che la disciplina di sollecitazione e raccolta fu introdotta con lo scopo contrario, ovvero quello di incentivare (e non limitare) l'utilizzo della delega, prima di quel momento affatto impiegata.

37. La tematica è stata trattata trasversalmente da molte culture giuridiche: si rinvia agli autori citati alla nt. 201.

38. Cfr. A. GAMBINO, *Governo societario e mercati mobiliari*, in *Giur. comm.*, 1997, I, p. 797; P.G. JAEGER, P.G. MARCHETTI, *Corporate governance*, in *Giur. comm.*, 1997, I, p. 625; R. MASERA, *Nuove regole per le società quotate*, in *Giur. comm.*, 1997, I, p. 801.

39. Dopo oramai sessanta anni di ritardo, erano troppe le tensioni anche lobbistiche affinché il sistema-Italia agevolasse investimenti dall'estero con l'istituzione della società per azioni aperta, o meglio pubblica.

40. Il testo del d.lgs. n. 58/1998 fu ritenuto soddisfacente anche se in larga parte devolveva alla *Consob* il compito di dettare la disciplina regolamentare di dettaglio.

41. Dalla *Nota tecnica in materia di sollecitazione e raccolta di deleghe di voto e del voto per corrispondenza* del 30 maggio 1998 si evincono i punti in cui la disciplina recepita in Italia si discosta dal modello statunitense: in particolare, in Italia gli amministratori non possono né sollecitare deleghe in proprio favore (con il decreto correttivo del 2012 gli è stato consentito solo tramite l'emittente) né possono assumere la veste di delegati. Quanto alla procedura di sollecitazione i meccanismi sono diametralmente opposti; al riguardo si rinvia *infra* §§ 12. e ss.

42. Il caso Enron è passato alla storia, tanto che da quel momento è iniziata una nuova fase di studio del governo societario in tutti i paesi anche europei; Cfr. J. ARMOUR, J.A. MCCAHERY, *After Enron. Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and in the US*, Oxford, 2006 e M. SCHIESSL, *Deutsche Corporate Governance post Enron*, 2002.

43. A fronte di ciò fu inevitabile che venisse introdotta una puntuale disciplina di sollecitazione e raccolta al fine di restringere il più possibile questo potere degli amministratori.

Sulla stessa scia⁴⁴ si è posta di recente la direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate⁴⁵. In Italia è stata adottata per mezzo del d.lgs. n. 27/2010 e del successivo d.lgs. n. 91/2012, che hanno interessato, in particolare, il diritto d'intervento e la rappresentanza assembleare, nonché i diritti connessi all'ordine del giorno⁴⁶.

Oggi, dunque, la delega è pienamente consentita ed agevolata purché il delegato sia così adeguatamente informato da rendersi consapevole dell'espressione di voto che il rappresentante andrà ad esercitare in suo nome e per suo conto⁴⁷.

2.1.2. I motivi della previsione e gli accorgimenti per l'esercizio del voto delegato in maniera consapevole ed informata

I rimedi contrattuali a difesa dell'azionariato diffuso sono pertanto la regolamentazione dei conflitti d'interesse e l'adeguatezza dell'informazione pre-assembleare. Soltanto se si indirizza la disciplina a regolare quel conflitto d'interessi che si annida nel rilascio delle deleghe, si difende il delegante dal conflitto con l'interesse del delegato, per conto proprio o altrui, creando tutte le condizioni per confermarlo *dominus* dell'affare: unico ed esclusivo responsabile del voto per il quale rischia. Si ricrea l'equilibrio contrattuale del rapporto sociale e si ricompono la partecipazione azionaria, riaffermandone l'autonomia da condizionamenti di terzi.

La regolamentazione è andata tanto sofisticandosi nelle società con azionariato diffuso per il venire in primo piano la sollecitazione delle deleghe. In questi casi, alla prevenzione dei conflitti d'interesse, si aggiunge la prescrizione di informazione adeguata alla decisione di voto che l'azionista formula fuori l'assemblea, delegandola al promotore della sollecitazione.

La delega di voto sollecitata mutua dalla disciplina comune della delega di voto spontanea i limiti della regolamentazione volta alla protezione del delegante: innanzitutto mediante la prevenzione delle situazioni di conflitto d'interesse del delegato; quindi, per la sollecitazione, anche con la predisposizione di informazioni aggiuntive. Il problema è che il socio, anche

44. Per di più con l'espresso intento, di cui ai considerando nn. 1 e 10 della direttiva medesima, di agevolare gli azionisti alla partecipazione all'assemblea. Cfr. AA.VV., *Il recepimento della direttiva sui diritti degli azionisti*, Atti del convegno "Il recepimento della direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti", tenutosi all'Università degli Studi "La Sapienza" il 29 ottobre 2010, in *Giur. comm.*, 2011, I, p. 955.

45. R. SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della Direttiva azionisti*, cit., p. 31; A. BLANDINI, *L'intervento e la rappresentanza in assemblea e l'art. 10 della Direttiva 2007/36/CE: Prime considerazioni e proposte*, in *Soc.*, 4, 2009, p. 511; N. MICHIELI, *op. cit.*, p. 257.

46. Per un approfondimento sull'attuale disciplina si rinvia *infra* § 8.

47. Cfr. F. GHEZZI, *op. cit.*, p. 1246; G. MINERVINI, *Art. 136*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, cit., p. 1238; E. PAGNONI, S. PROVVIDENTI, artt. 136-144, in *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria*, C. RABITTI BEDOGNI (a cura di), Milano 1998, p. 130; B. PETRAZZINI, artt. 136-140, in *La legge Draghi e le società quotate in Borsa*, cit., pp. 195 e ss.; G. PALMIERI, *op. cit.*, p. 1115.

quando delega le decisioni, resti padrone del voto, in grado di esercitarlo con la coscienza dei rischi dell'affare nelle scelte che l'assemblea è chiamata ad affrontare. La regolamentazione di questo problema fa venire meno il problema di chi, senza corrispondente investimento, cerca di controllare la società con l'altrui voto, sfruttando la condizione di inconsapevolezza, di disinteresse, di numerosi azionisti del mercato del risparmio, poiché il socio è cosciente (l'incetta viene meno poiché socio decide voto e delega).

2.1.3. In via patologia: quando il voto per delega rischia di non essere consapevole

Entrando dunque nel cuore della patologia⁴⁸: fintanto che è l'azionista a conferire spontaneamente la delega di voto, ovvero — anche se a lui sollecitata o richiesta — viene compiutamente edotto ed informato delle trattazioni all'ordine del giorno⁴⁹, si configura quella lecita attribuzione di legittimazione secondaria all'esercizio del diritto di voto, come già diffusamente esposto.

Al contrario, quando la delega di voto viene sollecitata o richiesta senza che il richiedente notizi convenientemente l'azionista, il sollecitato rischia di non essere consapevole sul perché, come e per conto di chi il rappresentante eserciterà la sua delega⁵⁰, riproponendosi così le problematiche generali già affrontate al capitolo precedente circa la violazione del principio di inscindibilità, ovvero il disallineamento tra il rischio ed il voto⁵¹.

La facoltà del socio di farsi rappresentare in assemblea non deve tradursi nell'affievolimento, sino alla perdita, da parte dell'azionista della posizione di *dominus* dell'affare: l'inscindibilità del voto dall'azione, la corrispondenza tra rischio e voto, è il fondamento contrattuale che legittima il potere di gestione degli amministratori. In assemblea è fisiologico il condizionamento del socio dalla discussione e dagli assetti proprietari. La speciale disciplina della delega è tesa a conservare l'equilibrio tra rischio e voto con il rendere il socio cosciente della decisione che non assume di persona in assemblea⁵².

48. A. TUCCI, *Le deleghe di voto nelle public companies statunitensi*, in *Dir. comm. intern.*, 1998, p. 385.

49. L'odierna disciplina tende soprattutto ad imporre al rappresentante la *disclosure* degli interessi e dei legami che il medesimo sottende alla delega di voto.

50. In questo senso, G. GRIPPO, *La delega di voto, ramo d'oro del potere. Profili di corporate governance*, in *Giur. it.*, 2000, p. 13, che evidenzia come la delega di voto abbia cessato di essere strumento partecipativo e, viceversa, sia divenuta modalità traslativa del potere di disposizione con forti rischi sistemici nei casi in cui fuoriesca dai limiti della legge speciale e quelli civilistici del mandato.

51. Di pari rilevanza è la questione, diffusamente trattata in una nota a sentenza di C. ROSSI CHAUVENET, *Contrasti in tema di requisiti della delega in assemblea e verifica della legittimazione dei presenti*, in *Corr. Giur.*, 9, 2007, p. 1302, concernente i requisiti di idoneità della delega per poterla qualificare come tale e ritenerla validamente rilasciata dal socio per partecipare all'assemblea.

52. Il problema si diversifica tra società chiuse e società con azionariato diffuso, più esposto all'incetta del voto. I rimedi sono indirizzati a rendere l'azionista che vota per delega, viepiù se

Si affacciano così per il prosieguo della trattazione i problemi di regolamentazione in termini di protezione del socio dalle situazioni di conflitto d'interesse con il delegato al voto; contenimento dello squilibrio che potrebbe conseguire dalla raccolta delle deleghe, tra il rischio sui capitali propri investiti dal delegato e il potere di gestione che lo stesso consegue grazie ai voti raccolti per delega, specie quando le azioni della società sono diffuse sul mercato; nonché predisposizione dell'informazione sufficiente a rendere cosciente la decisione del socio di mercato di delegare il voto.

2.1.4. *Le conseguenze sul rapporto civilistico tra azionista e rappresentante nonché sul più ampio ambito di governo societario*

Il socio potrebbe avere interesse a votare in assemblea per partecipare personalmente alla discussione, per influenzare i soci che possono non avere ancora deciso l'orientamento o per sentire gli argomenti che possono a sua volta convincerlo; potrebbe anche essere interessato a sottolineare la sua posizione con il rilasciare dichiarazioni a verbale⁵³. È l'interesse che, da una parte, stimola i soci a partecipare alle assemblee nelle società familiari e, dall'altra, i soci di controllo o influenti nelle società a larga base azionaria, nelle quali sull'altro fronte, ovvero quello dell'azionista risparmiatore, l'interesse si fa debole, sino a svanire, giacché singolarmente non in grado di influenzare i risultati dell'assemblea, a fronte del costo della partecipazione, per tempo e per denaro. Laddove i risultati non lo dovessero soddisfare, gli diviene infinitamente più conveniente esercitare il suo diritto di *exit* con il negoziare le azioni sul mercato.

Il voto mediante rappresentanza, quindi, agevola il socio nell'esercizio del diritto a partecipare tanto da contenere la propensione all'assenteismo. Così come le altre tecniche di comunicazione che consentono la presenza fisica senza

sollecitato al rilascio, consapevole del rischio che si assume, sì che, in condizione di sapere, non possa rivendicare di essere stato abbandonato dall'ordinamento alla manipolazione di chi approfitta dell'ignoranza del risparmiatore di mercato. I rimedi rafforzano, per questo profilo, il diritto contrattuale del socio, nella logica dell'organizzazione privata della società per azioni. È la logica della protezione del consumatore, qui del risparmiatore di mercato.

53. Di contro, quando il voto matura prima ed al di fuori del momento assembleare, si espone alle indicazioni ed agli orientamenti di chi sollecita per ottenere l'adesione alla sua proposta di voto indipendentemente dalla futura discussione, sulla scorta delle informazioni disponibili al momento sulle singole materie all'ordine del giorno. La raccolta di deleghe sul mercato delle azioni è così tanto finalizzata ad estendere la partecipazione dei soci alla formazione della deliberazione, quanto, in assenza di discipline speciali, rischia di degradare la libertà di delega in acquisto di voti da parte di chi intende accrescere la propria influenza sull'assemblea approfittando dell'ingenuità dell'azionista di mercato. È su questo punto che la disciplina sulla sollecitazione intende intervenire: rendendo la raccolta mera trasmissione in assemblea del voto che il delegato rastrella dall'azionista anche con raccomandazioni idonee ad influenzarne il voto e comunque con l'obbligo di fornire le ragioni e le informazioni necessarie al delegante.

riunione in un determinato luogo, praticamente eliminando ostacoli materiali e costi nell'espressione del voto. Ad esempio, con il voto per corrispondenza si sono allargate le possibilità di partecipazione all'assemblea senza essere presenti.

Tuttavia, non è detto che dalla rappresentanza e dalle altre facilitazioni nel voto ne consegua una migliore protezione dell'interesse economico del socio: si potrebbe rilasciare delega senza farvi attenzione, ovvero cedere il voto a fronte di qualche minore vantaggio. La libertà di delega può agevolmente degenerare nell'acquisto dei voti da parte di chi intende accrescere la propria influenza sull'assemblea, approfittando dell'ingenuità dell'azionista di mercato. Se l'informatica lo rende troppo facile, il socio può votare senza riflessione e senza sentirsi coinvolto nell'interesse economico, tenuto conto dell'esiguità del suo investimento e della facilità di negoziare il titolo quando l'azione è quotata; può essere indotto al voto da simpatie o avversioni suscitate dal dibattito nei giornali, senza rendersi conto dei problemi che l'assemblea dovrà affrontare, del rischio che grava sul suo investimento. Ne potrebbe conseguire la manipolazione nell'espressione del voto, tenuto conto che il socio non dispone delle necessarie informazioni per orientarsi secondo i propri interessi; per assumere coscientemente i rischi. Ne potrebbe anche conseguire l'incetta dei voti da parte di chi tende ad esercitare il controllo o una posizione influente sulla società, pur disponendo di un investimento azionario insufficiente, perfino senza avervi investito.

Il buon funzionamento della società passa dalla partecipazione interessata e cosciente, anche in termini di rischio patrimoniale, dei propri soci. Se questo non fosse possibile, allora sarebbe maggiormente auspicabile una forma di controllo indiretta da parte del socio assente, il quale negoziando il titolo esprime il suo giudizio sui soci di maggioranza che partecipano alle assemblee e nominano e revocano i gestori. Tuttavia, anche questa seconda forma di controllo potrebbe subire alterazioni allorquando tramite la raccolta di deleghe il promotore chicchessia influenzi più nel proprio interesse, o nell'interesse di chi ha loro chiesto di sollecitare le deleghe, che nell'interesse dell'azionista, che in fatto perde la responsabilità del voto. Si realizzerebbe così una scissione del voto dalla partecipazione azionaria, al di fuori dei termini analizzati al capitolo primo, e per ciò stesso contraria all'ordine pubblico che sovrintende all'organizzazione della società per azioni ed, allo stesso tempo, la gestione comune allo scopo di dividerne gli utili.

L'affievolimento delle garanzie contrattuali, nelle società aperte ove la protezione dell'ordine privato diviene protezione dell'ordine pubblico⁵⁴, prescrive l'intervento esogeno di forme di controllo amministrativo che so-

54. Nelle società chiuse la protezione del socio è nell'ordine dei rapporti privati e lì permane la norma imperativa che regola la delega. Viceversa, nelle società aperte è coinvolto l'ordine pubblico che, pur rimanendo l'istituto in parola di fondamento contrattuale, si serve dell'intervento amministrativo che non sostituisce ma agevola i rimedi contrattuali.

stituiscano le garanzie privatistiche poste a tutela delle posizioni giuridiche soggettive connesse alla partecipazione azionaria⁵⁵. Il socio di mercato deve essere messo nella condizione di poter sapere il rischio che incorre nella gestione del suo voto, in modo che non possa lamentare di avere rischiato indifeso, senza saperlo⁵⁶.

Il presente studio deve quindi continuare tanto nella direzione che il problema risieda nel rapporto civilistico tra azionista e rappresentante⁵⁷, quanto nel più ampio ambito di governo societario⁵⁸ e, per quanto ci interessa, anche con riferimento alla problematica dei costi⁵⁹.

55. I rischi da cui si intende rifuggire sono, da un lato, che chi, nel proprio interesse, intende controllare o comunque influenzare l'assemblea si appropri del voto del socio con il corrispondente rischio; dall'altro, evitare che del voto se ne appropri la stessa società, impersonata nei suoi attuali amministratori, per autopertuarsi.

56. Ci si riferisce tra l'altro all'ipotesi in cui una procedura di sollecitazione venga svolta in violazione delle norme imperative di cui al Testo Unico, ovvero alla circostanza in cui la veste di promotore venga assunta dall'emittente. Nel qual caso la procedura, anche sviluppata in conformità alle norme previste, si ritiene posta in essere sotto conflitto d'interesse giacché i limiti di cui all'art. 138 TUF. non sono sufficiente ad evitarlo. Ciò sarà oggetto di una più approfondita trattazione *infra* § 12.2.

57. In questo senso la disciplina speciale della rappresentanza assembleare si sovrappone talvolta a quella civilistica del mandato e, nel caso in cui il rappresentante agisca nel proprio interesse coincidente con quello del delegante, del mandato *in rem propriam*. Invero, i rimedi a tutela del delegante sono maggiormente stringenti: si pensi alla revoca nel mandato *in rem propriam*. Mentre la disciplina codicistica (art. 1723 c.c.) si pone a garanzia del delegato nella misura in cui impedisce al delegante di revocare il potere conferito nell'interesse dell'altro; per la rappresentanza assembleare l'art. 142 TUF. dispone sempre e comunque la facoltà di revoca in ogni momento. Per una compiuta disamina prettamente privatistica dell'istituto del mandato si rinvia a A. LUMINOSO, *Mandato, commissione, spedizione*, in *Trattato di dir. civ. e comm.*, A. CICU, F. MESSINEO (diretto da), Milano 1984, p. 1; C. SANTAGATA, *Mandato. Obbligazioni del mandatario. Obbligazioni del mandante*, in *Commentario al Codice Civile Scialoja-Branca*, Bologna 1998, p. 109 e G. MINERVINI, *Il mandato, la commissione, la spedizione*, in *Trattato di dir. civ. it.*, F. VASSALLI (diretto da), Torino 1952, p. 185.

58. In una prospettiva storiografica, si ricordi AA.Vv., *The Courts and the Development of Commercial Law*, V. PIERGIOVANNI (a cura di), Berlino 1987, p. II; P. UNGARI, *Statuti di compagnie e società azionarie italiane (1639-1808)*, Milano, VII, 1993; S. FENOALTEA, *Lo sviluppo economico dell'Italia nel lungo periodo: riflessioni su tre fallimenti*, in AA.Vv., *Storia economica d'Italia*, P. CIOCCA, G. TONIOLO (a cura di), tomo I, Bari 1998, p. 3.

59. Nelle premesse di M. BIANCA, *La rappresentanza dell'azionista nelle società a capitale diffuso*, cit., pp. XV e XVI la circostanza appare subito evidente: «La sfiducia, quindi, non pare riguardare la rappresentanza di per sé considerata, istituto connotato da tipicità e da rilevanza sociale atte ad escludere qualsiasi dubbio in proposito, quanto, piuttosto, la possibilità che il rappresentante possa fare un uso strumentale dei poteri di cui, molto spesso, ha sollecitato l'attribuzione. E tale ultima circostanza, si badi bene, non sembra tanto concernere un esercizio della rappresentanza in danno del rappresentato, il che si tradurrebbe in una questione risolvibile per mezzo dei rimedi previsti dal libro quarto del codice civile, ove assumono grande rilievo anche le norme sul mandato, quanto il rischio che possa derivarne un pregiudizio per la società, ovverosia per il corretto esplicarsi delle dinamiche dell'assemblea in cui la delega di voto verrà utilizzata».

Prospettiva storica e lineamenti generali della sollecitazione di deleghe in Europa e negli Stati Uniti

3.1. La *ratio* e la natura della richiesta di conferimento di deleghe nel quadro generale della nozione di «delega di voto»

L'art. 136 del Testo Unico, in apertura della sezione dedicata alla sollecitazione di deleghe, definisce il significato di alcune importanti nozioni¹. Tra di esse si pone un rapporto gerarchico di consequenzialità²: seppur con una inversione logico-temporale, ci si trova al cospetto prima della nozione di «delega di voto», che pur avendo portata generale è tuttavia temporalmente successiva alle due ulteriori locuzioni di «sollecitazione» e «raccolta», che rappresentano invero fasi eventuali e prodromiche al rilascio della delega medesima³.

Difatti, per delega di voto si intende «il conferimento della rappresentanza per l'esercizio del voto nelle assemblee»⁴, ovvero l'attività conseguente alla richiesta di conferimento di deleghe di voto. La nozione si è oramai definitivamente slegata da quella di «procura» in senso civilistico con l'abbandono dell'idea che i limiti e le formalità previste dall'art. 2372 c.c. valgano per ogni ipotesi di rappresentanza organica, volontaria o negoziale⁵.

1. Il pregio della disposizione è stato sottolineato da P.G. JAEGER, *Le deleghe di voto*, cit., p. 79 secondo cui la tecnica legislativa adottata in Italia fa espresso riferimento alle classificazioni dettate nel par. 240, 14 a–1 delle *proxy rules* statunitensi; cfr. anche G. PALMIERI, *op. cit.*, p. 1121.

2. Per meglio comprendere la contemporanea spinta legislativa volta alla riscoperta dei diritti dell'azionista è interessante riprendere il dibattito che caratterizzò i lavori preparatori del codice di commercio del 1882 tra i senatori Alessandro Rossi, industriale, e Matteo Pescatore, professore di filosofia del diritto, circa le condizioni antiliberale in cui all'epoca soggiaceva. Si parlava di uno Stato liberale a metà; v. M. PESCATORE, A. ROSSI, *Gli idilli sul piccolo azionista*, in *Riv. soc.*, 1961, p. 311.

3. Cfr. G. PRESTI, *La sollecitazione e la raccolta delle deleghe di voto nel Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria e nel Regolamento Consob 1 luglio 1998*, in *Banca impr. soc.*, 1999, I, p. 40.

4. Per approfondire le motivazioni per cui il legislatore si è premurato di utilizzare una doppia locuzione e nella rubrica e nel testo, v. M.C. CARDARELLI, *Le deleghe di voto*, in *Intermediari finanziari, mercato, società quotate*, A. PATRONI GRIFFI, M. SANDULLI, V. SANTORO (a cura di), Torino 1999, p. 900.

5. Di questa opinione anche M. BIANCA, *La rappresentanza dell'azionista nelle società a capitale diffuso*, cit., p. 219.

Nel riportare, nondimeno, queste nozioni sul piano civilistico, se ne trae giovamento almeno nella misura in cui si fornisce specifica veste giuridica ad ognuna di esse⁶: il conferimento di delega, in forza di un contratto di mandato (art. 1704 c.c.); la richiesta di conferimento di delega a proprio favore rivolta all'azionista, come forma peculiare di proposta contrattuale ovvero l'offerta al pubblico ai sensi dell'art. 1336 c.c.⁷; ed, infine, la procedura di sollecitazione di delega, che se vista nella sua durata e non come singolo atto di richiesta, assume la fisionomia di negozio giuridico ad esecuzione continuata⁸.

In altri termini, l'oggetto della sollecitazione o della raccolta è la delega di voto medesima, ovvero il conferimento della rappresentanza per l'esercizio del voto nelle assemblee⁹.

3.1.1. *Le basi di diritto comune per una disciplina speciale*

Lo sviluppo dell'istituto della rappresentanza in un contesto complesso come quello assembleare ha comportato il concretizzarsi di una disciplina speciale che prede piede dall'art. 2372 c.c. sino all'art. 136 TUF, limitatamente alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio¹⁰.

6. La sistematizzazione in termini privatistici del diritto societario è tipica di certi studiosi che tendono a riportare il tutto ad un unico sistema: cfr. alcuni spunti di dibattito in questo senso, come I. LA LUMIA, *La cessione ed il vincolo del diritto di voto nelle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1916, II, p. 76; G. LAURINI, *La disciplina delle assemblee di società quotate*, in *Giur. comm.*, 2000, I, p. 655; B. LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, I, p. 86; G.D. MOSCO, *Le deleghe assembleari nella società per azioni*, in *Quaderni di Giurisprudenza commerciale*, Giuffrè, Milano 2000; M. NOTARI, *L'assemblea e i processi decisionali dei soci nelle proposte di riforma delle società non quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 130; V. PANZIRONI, *Riforma delle società in Italia: interventi e discussioni*, Luiss University Press, Roma 2004; F. GIORGIANNI, *op. cit.*, p. 395; G. GRIPPO, *La delega di voto, ramo d'oro del potere. Profili di corporate governance*, cit., p. 12; F. DI SABATO, *Le nuove frontiere delle società verso il 2000*, in *Riv. di im.*, 1998, p. 217 e R. PIERRI, *Svolgimento dell'assemblea tra vecchie soluzioni giurisprudenziali e nuovo diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, II, p. 288.

7. Cfr., tra i più recenti, C. PASQUARIELLO, *Art. 138*, in *AA.VV.*, *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti (D.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27)*, in *Nuove leg. civ. comm.*, 3, Padova, Cedam, 2011, p. 757; tuttavia spunti in questo senso si ritrovano anche in F. BARCA, E. SIGNORINI, *Indicazioni e proposte per una disciplina della sollecitazione di deleghe di voto*, in *Mimeo*, 1996 e G. AULETTA, *L'ordinamento della società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 1961, p. 1.

8. Così, A. AIELLO, *Art. 138*, in *Il Testo Unico della Finanza*, M. FRATINI, G. GASPARRI (a cura di), tomo II, Utet Giuridica, 2012, p. 1870. Si confronti anche con P. ABBADESSA, *Il nuovo ruolo dell'assemblea nella società per azioni*, in *AA.VV.*, *Verso un nuovo diritto societario*, il Mulino, Bologna 2002, p. 163 e ss.; M. ATELLI, *Tutela della sfera privata e sollecitazione delle deleghe di voto*, in *I contratti del mercato finanziario*, E. GABRIELLI, R. LENER (a cura di), Ed. II, tomo I, in *Trattato dei contratti*, P. RESCIGNO, E. GABRIELLI (diretto da), Utet Giuridica, Torino 2011, p. 881.

9. Le questioni, che si pongono anche in materia di sollecitazione, legate al principio di parità di trattamento degli azionisti sono state egregiamente trattate da C. ANGELICI, *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, p. 1.

10. L'utilizzo dell'istituto della rappresentanza assembleare come strumento di governo societario ha aperto a nuovi scenari di controllo e moderni sistemi di vigilanza che hanno radicalmente sovvertito il modello nostrano di società capitalistica bancocentrica: cfr. S. BRUNO, *Ruolo dell'assemblea di S.p.A. nella*

Per quest'ultime la disciplina della rappresentanza in assemblea si è stratificata nel tempo sino a raggiungere, oggi, ben quattro livelli di regolazione, in aggiunta alla tradizione civilistica del mandato¹¹: il seme è insito nell'art. 2372 c.c., che, applicato in via residuale e nei limiti già visti¹², racchiude i principi generali di diritto societario in materia; il Titolo III «Emittenti», Capo II «Disciplina delle società con azioni quotate», sezioni II-ter «Deleghe di voto» e III «Sollecitazione di deleghe» del Testo Unico, concernenti la legislazione speciale legittimata dall'interesse pubblico sottostante al mercato, che rinviano a loro volta al Titolo IV, Capi I «Deleghe di voto» e II «Sollecitazione deleghe» del *Reg. Emitt. Consob* per la disciplina di dettaglio. All'ultimo gradino si attestano gli statuti societari ed i regolamenti di assemblea delle singole emittenti; per contro il *Reg. Borsa Italiana* non dispone alcunché in merito alla rappresentanza in assemblea¹³.

La sez. II-ter del Capo II (*Disciplina delle società con azioni quotate*, agli art. 135-novies del TUF, disciplina le deleghe di voto delle Società con azioni quotate (art. 119 TUF.). La redazione non è di prima intuizione anche perché ha subito numerose modificazioni ad iniziare dal primo impianto dell'istituto (sez. III, d.lgs. 1998, n. 58, TUF.) ed alcuni interventi recenti sono assai importanti (d.lgs. n. 28/2010 e d.lgs. 91/2012)¹⁴.

La distinzione in precedenza operata tra delega di voto spontanea e delega di voto sollecitata si ripropone nelle due sezioni II-ter (*Deleghe di voto* e III (*Sollecitazione di deleghe*). Rispettivamente, nella prima è contemplato il caso del socio che si propone, di sua iniziativa, di votare mediante rappresentante; nella seconda il socio è *sollecitato*, cioè è invitato mediante proposta, ad affidare il voto al promotore della sollecitazione, che ne diviene il rappresentante in assemblea¹⁵.

corporate governance, cit., p. 249; S. BRUNO, E. RUGGIERO, *Introduction e Chapter 2: Italy*, in AA.VV., *Public Companies and the Role of Shareholders. National Models towards Global Integration*, Kluwer Law International, 2011, p. 11; A. BUSANI, *Più partecipazione all'assemblea delle società*, in *Soc.*, 4, 2010, p. 401; B.R. CHEFFINS, *Il diritto societario e la separazione di proprietà e controllo*, in *Banca Impresa Soc.*, 2001, p. 181. Più di recente ci si è chiesti a chi fosse effettivamente indirizzata la nuova direttiva *Shareholders' Rights* e per quali ragioni. Ebbene, come ha esposto anche M. CIAN, *Intervento e voto in assemblea: le nuove tecnologie come mezzo per promuovere l'attivismo degli investitori istituzionali?*, in *Banca, Borsa, Tit. cred.*, 2014, p. 412, è ormai chiaro che l'intento del legislatore comunitario era ed è quello di affidare un certo tipo di controllo endosocietario ad azionisti qualificati e professionali, come gli investitori istituzionali.

11. Uno dei primi commenti organici alla nuova disciplina è AA.VV., *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti* (d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27), in *Nuove leg. civ. comm.*, 3, Cedam, Padova 2011, pp. 507 e ss.

12. Ciò si desume dall'art. 135-novies, co. 8, TUF in cui al primo periodo si sancisce espressamente che resta fermo quanto previsto dall'art. 2372 c.c.

13. Al lettore che volesse approfondire alcune più ampie considerazioni in merito alle conseguenze della riforma societaria e delle sue successive modifiche, si suggerisce la lettura di G. COTTINO, *Dal "vecchio" al "nuovo" diritto azionario: con qualche avviso ai naviganti*, in *Giur. Comm.*, 2013, I, p. 5.

14. La giurisprudenza è scarna ed il primo avvio della dottrina ha incontrato le difficoltà delle successive modificazioni. La prassi non è consolidata e comunque molto diversificata.

15. Le due sezioni in parola non sono tanto dedite alla disponibilità di informazioni ed allo svolgimento della discussione, che invero sono regolati in sede del procedimento assembleare già rafforzato dalla recente

All'art. 135-*novies*, co. 1, TUF si ripete la regola che il socio ha il diritto di farsi rappresentare in assemblea. La previsione di *un rappresentante*, che sembra derogare all'art. 2372 c.c., è praticamente vanificata per i successivi commi¹⁶.

Del diritto comune (art. 2372 c.c.) rimane fermo che il rilascio della procura debba avvenire per iscritto ed il correlativo obbligo di conservazione (co. 1, in fine); tutti i riferimenti alla rappresentanza di società o di altre organizzazioni (commi 2 e 4); nonché la validità della delega per ciascuna assemblea (co. 2), salva la deroga limitata a SGR, SICAV e società di gestione armonizzate (art. 135-*novies*, co. 8, TUF). Permane anche l'estensione dei divieti di rappresentanza alle girate per procura (co. 7) e le regole meramente tecniche per adattamento dell'impiego di supporti telematici (commi 5 e 6).

Le deroghe più consistenti si hanno invero quanto alla regolamentazione del conflitto di interessi del rappresentante e dei sostituti (art. 135-*decies* TUF), diversamente impostata e sviluppata. Mentre il codice, con esclusione delle società quotate (co. 8), dispone divieti di assumere la rappresentanza del socio per gli esponenti indicati (co. 5) e per il resto gli eventuali conflitti d'interesse sono regolati dal diritto comune del rapporto tra rappresentato e rappresentante; per le società quotate è diverso: ai sensi dell'art. 135-*decies* TUF «Il conferimento di una delega ad un rappresentante in conflitto d'interessi è consentito», anche ad uno degli esponenti ai quali l'art. 2372 c.c. fa divieto, allo stesso amministratore della società. Ma è consentito «purché vi siano specifiche istruzioni di voto per ciascuna deliberazione in relazione alla quale il rappresentante dovrà votare per conto del socio». In altre parole, *specifiche istruzioni di voto* è l'indicazione di voto “favorevole”, “contrario”, “astensione”; oppure anche “se non SI, aderisci alla nuova proposta del consiglio di amministrazione”; o formule simili, che non investano il delegato della scelta.

L'istruzione deve essere pertanto vincolante per il delegato al punto che nel corso del decreto correttivo (art. 3 d.lgs. n. 91/2012) è stato aggiunto il chiarimento dell'ultima parte del primo co. («non si applica l'art. 1711, II», cioè non si applica la disposizione per la quale «Il mandatario può discostarsi dalle istruzioni ricevute qualora circostanze ignote al mandante, e tali che non possano essergli comunicate in tempo, facciano ragionevolmente ritenere che lo stesso mandante avrebbe dato la sua approvazione»). Per sistematicità si ritrova riproposto anche nell'art. 137, co. 7, *Reg. emitt.* per cui «Il promotore non può acquisire deleghe di voto ai sensi dell'art. 2372».

legislazione sulle società quotate, quanto tendono a potenziare la decisione del socio, di propria iniziativa, di esercitare il voto mediante rappresentante rispetto al diritto comune dell'art. 2372 c.c. La sottrazione ad influenze improprie trova rimedio nell'invalidità delle deliberazioni assembleari per eccesso di potere.

16. Su quanto siano ampie le deroghe in parola rinvio a quanto già scritto in *Æ, Le Funzionalità delle assemblee: l'attuale legislazione nel confronto internazionale*, in *Dir. fall.*, 2014, 5, I, pp. 618 e ss.

Con la procura il delegato è esclusivamente tenuto a trasmettere il voto in assemblea, nella posizione, nei riguardi del delegato, di semplice *nuncius*, non di mandatario¹⁷.

Il fenomeno della rappresentanza, dunque, assume differenti profilature a secondo della prospettiva attraverso cui viene analizzato: dagli occhi dell'azionista, libero di conferire deleghe di voto a chiunque, fatte salve le ipotesi di conflitto d'interesse; ovvero dal lato dei terzi (anche altri azionisti) o dell'emittente che possono raccogliere e sollecitare il conferimento delle deleghe di voto a proprio vantaggio, fermo restando gli obblighi informativi¹⁸.

Il presente lavoro non si soffermerà tanto sulla disciplina generale per cui l'azionista spontaneamente conferisce delega di voto, ovvero sull'assetto degli interessi tra l'azionista/rappresentato ed il rappresentante. Piuttosto analizzerà le ipotesi in cui soggetti terzi (altri azionisti, emittente, amministratori soci in proprio, associazione di azionisti e consulenti in materia di voto) manifestino all'azionista l'intenzione di ricevere per delega il suo voto, rimanendo inteso che, se questi si assumo oneri altrui legati alla partecipazione assembleare, probabilmente sono mossi da interessi propri o di parte¹⁹.

3.1.2. *Le finalità della sollecitazione di deleghe come strumento di governo societario*

Le ragioni della previsione di una siffatta disciplina di sollecitazione sono molteplici, poliformi e si rinvengono principalmente nelle strutture dei diversi mercati finanziari²⁰.

17. La premessa di cui alla nt. 129, per la quale il vincolo tra delegato e delegante è operativo nei riguardi di quest'ultimo e non promana i suoi effetti anche nei confronti della società, fa sì che, al cospetto dell'assemblea, il presidente verifichi la legittimazione dell'intervenuto-delegato nella procura a lui rilasciata ai sensi e per gli effetti dell'art. 135-*decies* TUF e non potrebbe essere diversamente in ragione di non compromettere la validità dell'assemblea in conseguenza dell'annullamento del voto per invalidità della procura, fatti salvi i casi estremi in cui la legittimazione al voto viene meno per la disciplina dei titoli di credito, cui si riconduce a questi effetti l'azione.

18. Non è il primo istituto di diritto societario che pone ripensamenti in materia di convenzioni di voto; al riguardo già G. SENA, *Convenzioni di voto e validità del voto*, in *Riv. soc.*, 1959, p. 443 e ID., *I. l voto nell'assemblea delle società per azioni*, Milano 1961, pp. 423 e ss. in tema di patti parasociali aveva notato che, nonostante un primo arresto giurisprudenziale tranciante, non vi erano dubbi circa la loro liceità, fatto salvo tuttavia l'esame caso per caso degli effetti sulla validità del voto collegato. Così, la Cass. 5 luglio 1958, n. 2422, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1958, II, p. 550 con nota di T. ASCARELLI, *In tema di sindacati azionari*, la cui massima dispose che, nel caso in cui questi vincolassero la libertà di voto, la nullità sarebbe discesa dall'esame degli interessi in conflitto propendendo per la protezione di quello dell'ente.

19. La fattispecie così impostata può certamente sussumersi, almeno in parte, nel generale istituto del mandato *in rem propriam*, senza tuttavia particolari rilievi giuridici. Sul punto si rinvia *infra* § 4.2.2., nt. 179.

20. Per meglio apprezzare la poliedricità dei sistemi di governo societario in Europa e negli Stati Uniti, si consiglia alcune brevi letture: L. BARBIERA, *Il Corporate Governance in Europa*, Milano 2000; T. BAUMS, *Bericht der Regierungskommission Corporate Governance. Unternehmensführung, Unternehmenskon-*

Negli Stati Uniti, ad esempio, fu prevista negli anni '30 per limitare l'utilizzo delle risorse sociali da parte degli amministratori che promuovevano sollecitazioni in proprio²¹.

Addirittura dal 2012 la sollecitazione può essere promossa da chiunque²². Le prospettive dell'istituto sono state dunque radicalmente accresciute: a questo punto anche i terzi come i consulenti in materia di voto, le banche tramite i contratti di custodia e amministrazione di titoli²³, nonché qualsiasi altro operatore finanziario possono farsi collettori di deleghe.

La sollecitazione di deleghe è divenuta un nuovo strumento di contendibilità del governo societario alternativo, e meno dispendioso, alla scalata tramite offerta pubblica di acquisto²⁴. Con il limite tuttavia della continuità del controllo acquisito²⁵: se, invero, il promotore all'esito del momento assembleare torna nuovamente a detenere una partecipazione di minoranza, la sua influenza sul governo societario sarà vincolata a singole decisioni assembleari, con riguardo alle quali ogni volta dovrà riuscire a sollecitare un

trolle, Modernisierung des Aktienrechts, Verlag Dr. Otto Schmidt, Köln, 2001; lo stesso Autore in lingua italiana, ID., *Il Sistema di "corporate governance" in Germania ed i suoi recenti sviluppi*, in *Riv. soc.*, 1999, p. 1; oltre a P. ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nella società per azioni*, Milano 1975 e C. BELLAVITE PELLEGRINI, *Corporate Governance e assemblea delle società quotate in Italia: un'indagine empirica*, in *Riv. soc.*, 2006, p. 401. Quanto agli Stati Uniti, v. F.H. EASTBROOK, D.R. FISHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge 1996, p. 34; ID., *Voting in Corporate Law*, in *J.L. & Econ.*, 26, 1983, p. 395; e M.A. EISENBERG, *The structure of Corporation Law*, in *Colum. L. Rev.*, 89, 1989, p. 1461.

21. Cfr., all'uopo, M. CURZAN, M.L. PELESH, *Revitalizing Corporate Democracy: Control of Investment Managers' Voting on Social Responsibility Proxy Issues*, in *Harv. L. Rev.*, 93, 1979–1980, p. 670; C.S. CROMPTON JR., *Shareholder Meetings, Voting Rights and Proxy Solicitation*, in *Del. J. Cor L.*, 4, 1978–1979, p. 698; P.L. DAVIES, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, ed. VIII, Londra 2008; ID., *Introduction to Company Law*, ed. II, Oxford Univ. Press, Oxford 2010; L.C.B. GOWER, *The Principles of Modern Company Law*, Londra 1957 e F.A. GEVURTZ, *Corporation Law*, ed. II, West group, 2010. Mentre in Italia è stata introdotta con l'intento opposto, ovvero di incentivare la partecipazione in assemblea ed aumentare il grado di contendibilità degli emittenti.

22. Si pensi, infatti, che sino all'introduzione delle correzioni nel 2012 l'istituto non era mai stato oggetto di reale applicazione, proprio perché la normativa era talmente rigida ed ingessata che non consentiva neppure l'opportunità di un suo utilizzo. La sollecitazione di deleghe ha preso piede soltanto negli ultimi sei anni: sovente sono state promosse da azionisti "disturbatori" senza alcun obiettivo specifico ed, invero, solo poche dall'emittente (l'unica effettivamente riuscita, oltre al caso *Tiscali* del 2015, è quella del Monte dei Paschi di Siena a fine 2016).

23. Non si tratta di una vera e propria sollecitazione, bensì – come già osservato – di esercizio del diritto di voto da parte della banca tramite un rapporto di custodia e amministrazione di titoli, ovvero una gestione fiduciaria. Nel primo caso la banca si impegna a custodire ed amministrare i titoli per conto dell'azionista (a cui sono intestati i titoli stessi); mentre nella gestione fiduciaria è la banca stessa intestataria dei titoli, ma legata con un rapporto fiduciario con il beneficiario.

24. Per un confronto tra l'offerta pubblica di acquisto e la sollecitazione di deleghe in relazione alla configurabilità di azione di concerto, v. C. MOSCA, *Attivismo degli azionisti, voto di lista e azione di concerto*, in *Riv. Soc.*, 2013, p. 118, poi sfociato nella monografia ID., *Azione di concerto e opa obbligatoria*, Egea, 2013.

25. V., negli Stati Uniti, S.M. BAINBRIDGE *Redirecting State Takeover Laws at Proxy Contests*, in *Wis. L. Rev.*, 1992, p. 1071.

numero adeguato di deleghe senza alcun carattere di stabilità.

In quest'ottica, allora, si comprende come la sollecitazione di deleghe nonostante possa effettivamente essere considerata uno strumento di incentivo alla partecipazione assembleare²⁶, seppur indiretta, non potrà mai essere paragonata ad un'offerta pubblica di acquisto, quale strumento di contendibilità duraturo del governo societario. Al più potrà servire sporadicamente all'uno o all'altro contendente al fine di far passare l'una o l'altra proposta o politica di gestione.

3.2. La prima formulazione della legge Draghi

La prima legge ordinaria che disciplina il fenomeno della sollecitazione di deleghe in Italia, con notevole ritardo rispetto agli Stati Uniti d'America²⁷, risale al 1998²⁸. Dai lavori preparatori al Testo Unico della Finanza emerge con chiarezza che la finalità perseguita era quella «del rafforzamento della tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza» per il tramite di strumenti normativi che consentissero di superare gli ostacoli alla partecipazione degli azionisti-risparmiatori alle assemblee societarie²⁹.

Incombeva all'epoca, a causa dell'accentramento del controllo proprietario, la necessità di evitare che gli amministratori con il supporto della maggioranza perpetuassero la loro presenza nella gestione societaria attraverso biechi meccanismi di distorsione di informazioni a danno degli azionisti di minoranza³⁰.

A questo tipo di organizzazione dell'impresa commerciale in Italia, ancora non perfettamente allineata nella direzione di separare la proprietà

26. Sono di questo avviso L. ENRIQUES, *L'azionista riscopre l'assemblea*, in *Il Sole 24 Ore*, 7 luglio 2011; ID., *La corporate governance delle società quotate: sfide e opportunità*, in *Giur. comm.*, 2012, I, p. 493 e H. FLEISHER, *Zukunftfragen der Corporate Governance in Deutschland und Europa: Aufsichtsräte, institutionelle Investoren, Proxy Advisors und Whistleblowers*, in *ZGR*, 40/2, 2011, pp. 155-181.

27. La disciplina federale statunitense è entrata in vigore già nel 1935 con la *Section 14 del Securities Exchange Act* del 1934. Si veda *infra* § II.1.

28. L'introduzione di una disciplina di siffatto tenore nell'ambito della l. 216/1974 ha costituito una rottura degli equilibri che fino ad allora vigevano in materia societaria. V., sul punto, E. RICCIARIELLO, *La nuova disciplina in materia di sollecitazione delle deleghe di voto: inizia la stagione italiana dei proxy fights?*, in *Giur. comm.*, 2012, I, p. 151.

29. *Quaderni di Finanza della Consob* n. 29 — agosto 1998 intitolato «Lavori preparatori per il testo unico della finanza — diritto societario», p. 50, cit.

30. Cfr., tra i tanti, G. PRESTI, *La sollecitazione e la raccolta delle deleghe di voto*, cit., p. 35; R. SACCHI, *Sollecitazione e raccolta delle deleghe di voto*, cit., p. 383; M.C. CARDARELLI, *Audizione del 27 gennaio 1998 del Direttore Generale dell'Assonime*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 240; e ID., *Le deleghe di voto*, in *Intermediari finanziari, mercato, società quotate*, A. PATRONI GRIFFI, M. SANDULLI, V. SANTORO (a cura di), Torino 1999, p. 887.

dalla gestione amministrativa quotidiana³¹, mancavano strumenti attraverso i quali gli azionisti potessero pretendere di essere correttamente informati circa le politiche intraprese dall'organo di amministrazione, di valutare i risultati degli amministratori e di votare per la loro revoca in caso di risultati negativi³².

Si fece largo l'idea che la proprietà dei titoli azionari non conferisse solo il diritto agli utili, ma anche la possibilità di intervenire nel dibattito per la scelta degli amministratori e delle politiche da perseguire³³. L'obiettivo, quindi, della normativa in parola era quello di facilitare l'esercizio del diritto degli azionisti ad essere ascoltati nelle materie a loro riservate. Anche la collocazione sistematica all'interno del Testo Unico trapelava l'importanza che il legislatore attribuiva a questo istituto³⁴.

La trasparenza divenne la parola d'ordine: conoscenza delle capacità professionali degli amministratori, eventuali loro interessi nella società, la remunerazione e la loro dipendenza dal socio di controllo. L'agevolazione dell'esercizio del diritto di voto, anche attraverso la conglomerazione in specifici centri di interesse, era dunque lo scopo da perseguire³⁵. Tutto questo al fine di rivitalizzare la democrazia societaria³⁶.

31. G. VISENTINI, *I principi della società per azioni come istituto giuridico delle economie di mercato: confronti con la recente riforma*, in *Riforma delle società in Italia*, Luiss University Press, Roma 2004.

32. Al tal proposito si considerino i commenti a caldo di M. CIAN, *In tema di deleghe di voto secondo il decreto Draghi*, cit., p. 120; R. COSTI, *Il governo delle società quotate: tra ordinamento dei mercati e diritto delle società*, in *Dir. comm. int.*, 1998, p. 65; G. COTTINO, *Il d.l. 24 febbraio 1998. Il nuovo regime delle società quotate: prime considerazioni*, in *Giur. it.*, 1998, p. 1298; P.G. MARCHETTI, *Il ruolo dell'assemblea nel TU e nella corporate governance*, in *AA.Vv., Assemblea degli Azionisti e nuove regole del governo societario*, Padova 1999, p. 12; ID., *d.lgs. 58/1998. L'incidenza sul funzionamento dell'assemblea*, in *Soc.*, 1998, 5, p. 557; ID., *Osservazioni sui profili societari della bozza di TU dei mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 140; E. MAURI, *Alcune considerazioni sulle deleghe di voto*, in *Soc.*, 2, 1998, p. 147; e P. GUERRA, *Le assemblee e la "Draghi"*, in *Riv. soc.*, 1999, p. 1087.

33. Ultimamente l'aspetto concernente le politiche di remunerazione ed il relativo voto assembleare, cosiddetto *Say on Pay*, è divenuto elemento determinante del governo societario, anche nell'ottica di ridimensionamento dei comportamenti dell'organo amministrativo già oggetto di indagine da parte di alcuna dottrina, come G. ROMAGNOLI, *Corporate Governance, Shareholders e Stakeholders; interessi e valori reputazionali*, in *Giur. comm.*, 2002, I, p. 350; G. ROSSI, *Le c.d. regole di "corporate governance" sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?*, in *Riv. soc.*, I, 2001, p. 6; più diffusamente in ID., *La persona giuridica, proprietà e rischio d'impresa*, 1967, e S. ROSSI, *Il voto extrassembleare nelle società di capitali*, Milano 1997.

34. La sezione terza che constava di ben otto articoli, oggi in parte abrogati, occupa una posizione significativa all'interno della mappatura del Testo Unico, al punto di rappresentare qualcosa in più rispetto alla semplice disciplina attuativa.

35. È palese nel Testo Unico la scelta di voler adottare il modello statunitense del *Proxy System*, anziché quello tedesco dell'intermediazione nell'esercizio del voto per delega da parte della banca depositaria dei titoli, peraltro evitato già nel '74.

36. F. GHEZZI, *op. cit.*, p. 1246, secondo il quale l'incentivo alla partecipazione indiretta non è stato considerato come un fine in sé, bensì come mezzo di aggregazione tra azionisti al fine di ottimizzare il monitoraggio ed il controllo della gestione.

3.2.1. *Il committente e l'intermediario: i requisiti oggettivi e soggettivi (oggi abrogati)*

Sulla scorta del Testo Unico originario, la sollecitazione delle deleghe doveva essere rivolta alla generalità degli azionisti ed era effettuata da un intermediario, su incarico del committente, mediante la diffusione del prospetto e del modulo di delega.

Quanto ai requisiti soggettivi dell'intermediario, l'art. 140 TUF riservava lo svolgimento della sollecitazione alle imprese di investimento, alle banche, alle società di gestione del risparmio, alle società di investimento a capitale variabile e alle società di capitali aventi per oggetto esclusivo l'attività di sollecitazione medesima e la rappresentanza di soci in assemblea. Per tali ultime società, gli esponenti aziendali devono possedere anche i requisiti di onorabilità previsti per le SIM.

Il committente doveva possedere azioni in misura almeno pari all'1% del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto nella stessa da perlomeno sei mesi³⁷. La Consob poteva stabilire percentuali inferiori per società a elevata capitalizzazione e ad azionariato particolarmente diffuso.

Alle associazioni di azionisti era invece consentita la raccolta di deleghe tra i propri associati mediante diffusione di un modulo, seppure al di fuori della complessa procedura di sollecitazione³⁸.

3.2.2. *Il rapporto tra il committente e l'intermediario*

I rapporti tra l'intermediario ed il committente nascenti in forza dell'art. 138 TUF³⁹ erano inevitabilmente disciplinati da un contratto consensuale

37. Era inevitabilmente esclusa l'emittente dal novero di soggetti committenti. Già all'epoca, tuttavia, sia negli Stati Uniti che in Francia l'esclusione non sussisteva, anzi era la regola.

38. Per un puntuale commento circa la disciplina delle associazioni di azionisti, non oggetto di indagine, si rinvia a G. BALP, art. 141, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58*, G. MARCHETTI, L.A. BIANCHI (diretto da), Milano 1999, p. 1372; P. PISCITELLO, artt. 141 e 143, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, G.F. CAMPOBASSO (diretto da), Utet, Torino 2002, p. 1148; e M. SEPE, art. 141, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, G. ALPA, F. CAPRIGLIONE (a cura di), tomo II, Padova 1998, p. 1274.

39. Si riporta il testo originario degli articoli in questione oggi abrogati per una maggiore comprensione di analisi del precedente quadro normativo: «Art. 138 (Sollecitazione) 1. La sollecitazione è effettuata dall'intermediario, su incarico del committente, mediante la diffusione di un prospetto e di un modulo di delega. 2. Il voto relativo alle azioni per le quali è stata a rilasciata la delega è esercitato dal committente o, su incarico di questo, dall'intermediario che ha effettuato la sollecitazione. L'intermediario non può affidare a terzi l'esecuzione dell'incarico ricevuto. Art. 139 (Requisiti del committente) 1. Il committente deve possedere azioni che gli consentano l'esercizio del diritto di voto nell'assemblea per la quale è richiesta la delega in misura almeno pari all'uno per cento del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto nella stessa e deve risultare iscritto da almeno sei mesi nel libro dei soci per la medesima quantità di azioni. La Consob può stabilire per società a elevata capitalizzazione e ad azionariato particolarmente diffuso percentuali di capitale

ad effetti obbligatori. Si discuteva se potesse essere inquadrato nel mandato senza rappresentanza⁴⁰, oppure in un contratto di appalto di servizi *ex art. 1677 c.c.*

In ogni caso, l'intermediario non poteva farsi sostituire da altri nello svolgimento dell'incarico assunto sia nella mera espressione di voto in assemblea sia nelle singole fase dell'attività di sollecitazione⁴¹.

Il contenuto dell'incarico che veniva affidato dal committente all'intermediario⁴² era interamente predeterminato dalla legge: quest'ultimo era tenuto a raccogliere i dati degli azionisti, diffondere il prospetto informativo ed il modulo di delega, raccogliere le deleghe sottoscritte ed, infine, esprimere in assemblea le dichiarazioni di voto⁴³. Pur nel silenzio del precedente testo l'incarico doveva ritenersi sempre revocabile, salvo il risarcimento del danno da parte del committente in assenza di giusta causa. Nei confronti dei soggetti sollecitati la revoca dell'incarico all'intermediario nel corso della sollecitazione instaurava un evento interruttivo della stessa che doveva essere portato a conoscenza della generalità degli azionisti con i mezzi pubblicitari all'epoca previsti⁴⁴. Quanto alle deleghe già raccolte, taluni ritenevano che potessero essere esercitate direttamente dal committente, altri ne paventavano l'inefficacia⁴⁵.

Tuttavia, la *shareholders' rights* si è portata via tutta questa vecchia disciplina instaurando un pieno regime di liberalizzazione.

3.3. La direttiva 2007/36/CE, la c.d. *Shareholders' right directive*

Il contesto finanziario europeo in cui dilagava un carente intervento attivo nella vita delle società quotate tuttavia ha spinto il legislatore comunitario

inferiori. 2. Ai fini previsti dal co. 1, per le società di gestione del risparmio e per i soggetti abilitati alla istituzione di fondi pensione si tiene conto anche delle azioni di pertinenza dei fondi per conto dei quali essi esercitano il diritto di voto. Art. 140 (Soggetti abilitati alla sollecitazione) 1. La sollecitazione è riservata alle imprese di investimento, alle banche, alle società di gestione del risparmio, alle società di investimento a capitale variabile e alle società di capitali aventi per oggetto esclusivo l'attività di sollecitazione e la rappresentanza di soci in assemblea. Per tali ultime società, gli esponenti aziendali devono possedere i requisiti di onorabilità previsti per le SIM».

40. I sostenitori della tesi argomentavano sul limite dell'intrasferibilità nella sfera giuridica del committente degli effetti dell'incarico.

41. G. DESIDERIO, *Art. 140*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, G. ALPA, F. CAPRIGLIONE (a cura di), tomo II, Padova 1998, p. 1269.

42. Il Testo Unico non richiedeva espressamente alcuna forma specifica. Tuttavia, anche per praticità di pubblicità e trasmissione alla *Consob*, si ritiene che normalmente avesse forma scritta.

43. Per un commento alla previgente disciplina, v. L. PISANI, *Artt. 139 e 140*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, G.F. CAMPOBASSO (diretto da), Utet, Torino 2002, p. 1140.

44. Generalmente consisteva in un avviso da pubblicarsi su quotidiano a diffusione nazionale.

45. F. GHEZZI, *op. cit.*, p. 1309.

a potenziare il novero di strumenti atti a garantire un'effettiva e fattiva partecipazione del socio in assemblea.

È in quest'ambito che rientra la disciplina, del tutto esclusiva e peculiare quanto alle società con azioni quotate, che si sostanzia nel favorire l'accentramento delle deleghe di voto nelle mani di un unico soggetto (ieri committente, oggi promotore, o associazione di azionisti), che così concretamente esercita, secondo due logiche diametralmente opposte (sollecitazione e raccolta di deleghe), il potere di intervento in assemblea⁴⁶.

L'art. 10 della direttiva in parola relativo al voto per delega recita che ciascun azionista ha il diritto di designare una persona fisica o giuridica come rappresentante incaricato di intervenire e votare a suo nome in assemblea e che il rappresentante gode degli stessi diritti di intervenire e di porre domande in assemblea di cui godrebbe l'azionista rappresentato.

Con l'adozione della direttiva gli Stati membri erano tenuta ad abrogare le norme giuridiche che limitassero, o consentissero alle società di limitare, l'idoneità di persone a essere designate come rappresentanti, nonché avrebbero potuto limitare la designazione di un rappresentante a una singola assemblea o alle assemblee che si svolgono in un determinato periodo, ovvero il numero di persone che l'azionista poteva designare come rappresentanti per una determinata assemblea⁴⁷.

46. Di questa opinione anche A. BLANDINI, *L'intervento e la rappresentanza in assemblea e l'art. 10 della Direttiva 2007/36/CE: Prime considerazioni e proposte*, cit., p. 511.

47. Quanto al conflitto d'interesse si segnala il seguente estratto della direttiva da cui si evince la discrezionalità lasciata ai legislatori nazionali sul punto: «3. Salve le limitazioni espressamente consentite dai paragrafi 1 e 2, gli Stati membri non possono limitare, o consentire alle società di limitare, l'esercizio dei diritti dell'azionista tramite un rappresentante per fini diversi da quelli volti a risolvere i potenziali conflitti di interesse tra il rappresentante e l'azionista nell'interesse del quale il rappresentante è tenuto ad agire; nel fare ciò gli Stati membri non possono imporre requisiti diversi dai seguenti: gli Stati membri possono stabilire che il rappresentante comunichi le specifiche circostanze che possono essere rilevanti per gli azionisti nel valutare se esistono rischi che il rappresentante possa perseguire un interesse diverso dall'interesse dell'azionista; gli Stati membri possono limitare o escludere l'esercizio dei diritti dell'azionista attraverso un rappresentante in mancanza di istruzioni di voto specifiche per ciascuna delibera in relazione alla quale il rappresentante dovrà votare per conto dell'azionista; gli Stati membri possono limitare o escludere il trasferimento della delega a un'altra persona, ma ciò non impedisce a un rappresentante che sia una persona giuridica di esercitare, tramite un membro dei suoi organi di direzione o di amministrazione o un suo dipendente, i poteri conferitigli. Un conflitto di interessi ai sensi del presente paragrafo può sussistere in particolare nei casi in cui il rappresentante: i) sia un azionista di controllo della società o sia un altro soggetto controllato da tale azionista; ii) sia membro dell'organo di amministrazione, di direzione o di vigilanza della società o di un azionista di controllo o di un soggetto controllato di cui al punto i); iii) sia un dipendente o un revisore della società o di un azionista di controllo o di un soggetto controllato di cui al punto i); iv) abbia legami familiari con una delle persone fisiche di cui ai punti da i) a iii)».

3.4. La rivoluzione copernicana del d.lgs. 27/2010 ed il successivo correttivo, d.lgs. 91/2012: nozione di «sollecitazione» nel contesto dell'informativa pre-assembleare e l'attuale disciplina in Italia

E così con l'entrata in vigore del d.lgs. 27/2010, e poi del d.lgs. 91/2012, che hanno radicalmente mutata la disciplina di cui alla sez. III (artt. 136–144) del Testo Unico della Finanza alla luce della direttiva *Shareholders' Rights*, si considera sollecitazione qualsiasi 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 voto⁴⁸. È stato eliminato il requisito del possesso azionario⁴⁹ e, contrariamente, previsto che la sollecitazione venga effettuata direttamente dal promotore, mediante la diffusione di un prospetto e di un modulo di delega, senza bisogno di servirsi di un intermediario⁵⁰. Il voto relativo alle azioni per le quali è stata rilasciata la delega è esercitato direttamente dal promotore.

La definizione altresì non distingue tra la forma scritta e quella orale della sollecitazione. Sebbene questa seconda sia implausibile anche alla luce del contesto borsistico in cui avviene⁵¹, nulla vieterebbe, se non l'impossibilità materiale, che un promotore eseguisse la richiesta di conferimento di deleghe di voto anche in forma orale. All'uopo, non si deve confondere la

48. La triplice prospettazione *approva, respingi, astieniti* tipica delle *specifiche proposte di voto*, talora anche *accompagnata da raccomandazioni, dichiarazioni o altre indicazioni idonee a influenzare il voto* nella direzione raccomandata dal proponente, che vi è interessato, significa che l'incarico al promotore sottende la funzione di *nuncius*, mero trasmettitore di voto. Così è anche nella pratica, dove il sollecitato aderisce alla proposta del promotore, che non assume la posizione di mandatario, nemmeno — come visto — di decidere diversamente ai sensi dell'art. 1711, co. 2, c.c. Allorquando la delega non è richiesta *su specifiche proposte di voto ovvero accompagnata da raccomandazioni, dichiarazioni o altre indicazioni idonee a influenzare il voto*, si rientra nel diverso caso di colui che semplicemente offre di prestare il servizio di rappresentante (delegato al voto), che non ha indicazioni su come votare. La disciplina, dunque, è quella generale della sez. II-ter e non quella sulla sollecitazione di deleghe. Per la specifica delle novità introdotte, giova la lettura di N. MICHELI, *op. cit.*, p. 257.

49. La novità da taluni come R. Sacchi, *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della Direttiva azionisti*, cit., p. 31 comunque auspicata, ha condotto ad un intenso dibattito che a livello accademico si è concretizzato nel seminario su "Il recepimento della Direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti", tenutosi all'Università degli Studi "La Sapienza" di Roma il 29 ottobre 2010, i cui atti sono stati pubblicati in AA.Vv., *Il recepimento della direttiva sui diritti degli azionisti*, cit., p. 955.

50. Cfr. S. BALZOLA, *Record date e rappresentanza assembleare nelle società quotate: armonie e disarmonie* (anche alla luce del d.lgs. 18 giugno 2012 n. 91), cit., p. 754, secondo il quale di pari passo all'apertura del ruolo di promotore si è assistito all'altrettanta liberalizzazione in ambito di informativa pre-assembleare così da creare una forte interazione tra identificazione degli azionisti, registrazione all'assemblea e delega di voto.

51. Si pensi che, a mente dell'art. 136 *Reg. Emitt.*, chiunque intenda promuovere una sollecitazione di deleghe deve trasmettere un avviso alla società emittente, alla Consob, alla società di gestione del mercato ed alla società di gestione accentrata delle azioni; il che implica che necessariamente la forma scritta.

richiesta orale di conferimento di delega di voto con la delega vera e proprio che ai sensi dell'art. 2372, co. 1, c.c. deve essere rilasciata per iscritto.

La sollecitazione di deleghe può essere anche rivolta alla raccolta di deleghe di voto che non aderiscano alle proposte o alle raccomandazioni espresse dal promotore nel prospetto⁵². Si ritiene, infatti, che la possibilità per l'azionista di aderire alla sollecitazione, anche nel caso in cui non condivida tutte le proposte del promotore, possa incentivare il ricorso a tale strumento e garantire una maggior tutela alla sua posizione⁵³. È pertanto rimessa al promotore, salvo il caso in cui l'emittente si faccia promotrice di una sollecitazione, la scelta di accettare la sola raccolta di deleghe aderenti alle proprie proposte di voto (c.d. *One-Way Proxy*⁵⁴, oppure di raccogliere anche le deleghe non adesive (c.d. *Two-Way* o *Dual Proxy*)⁵⁵.

La procedura della sollecitazione non si presenta più, dunque, come una possibile soluzione al difficile problema dell'assenteismo degli azionisti di minoranza dalla vita societaria⁵⁶, bensì come strumento deputato a favorire gli interessi del promotore al fine di raccogliere adesioni per una determinata scelta imprenditoriale⁵⁷.

La descritta disciplina della sollecitazione di deleghe non si applica: quando si rivolge ad un numero di azionisti uguale od inferiore a duecento; se un soggetto raccoglie deleghe con riferimento alle azioni di cui è mandatario o custode; ovvero se effettuata da parte di un soggetto con riferimento alle azioni di cui è gestore fiduciario. Restano altresì escluse anche le deleghe rilasciate su iniziativa dell'azionista, cioè non sollecitate; per le quali si applica la disciplina di cui alla sez. II-ter circa la delega, ma non impone la procedura di sollecitazione. La raccolta di deleghe non può infine essere ostacolata da eventuali clausole statutarie che limitino la rappresentanza dei soci.

52. Per un approfondimento circa le modalità invasive di sollecitazione e le relative ricadute di ordine contrattuale, v. M. ATELLI, *Tutela della sfera privata e sollecitazione delle deleghe di voto*, cit., pp. 885-886.

53. Cfr. G. PRESTI, *La sollecitazione e la raccolta delle deleghe di voto*, cit., p. 57.

54. L'opzione *one-way proxy* è preferita da G. PRESTI, *Ivi*, p. 56.

55. Altra parte di dottrina, viceversa, sostiene che l'opzione *Two-Way Proxy* dovrebbe essere obbligatoria: Cfr., tra i più rilevanti, P.G. JAEGER, *Le deleghe di voto*, cit., pp. 79 e ss. e R. SACCHI, *Sollecitazione e raccolta delle deleghe di voto*, cit., pp. 383 e ss.

56. Il mutamento della *ratio* e della metodologia è stato registrato anche da L. MULA, F. BRUNO, *I diritti preassembleari di soci nel "Decreto Correttivo"*, in *Giur. comm.*, 2013, I, p. 171, B. PETRAZZINI, *Il d.lgs. 91/2012 e le modifiche alla disciplina dell'assemblea di società per azioni quotate*, in *Nuovo dir. soc.*, 16, 2012, p. 10.

57. A tal proposito si richiama quanto già scritto in G.N. ANTICHI, *Le Funzionalità delle assemblee: l'attuale legislazione nel confronto internazionale*, cit., p. 625.

3.4.1. La nuova figura del promotore

La nuova figura del promotore sostituisce definitivamente le due precedenti del committente ed intermediario⁵⁸. L'art. 3, co. 16, e l'art. 7, co. 1, d.lgs. 27 gennaio 2010 n. 27, abrogando gli artt. 139 e 140 TUF, lo definisce all'art. 136, co. 1, lett. c), TUF come il soggetto, compreso l'emittente⁵⁹, o i soggetti che congiuntamente promuovono la sollecitazione.

Gli elementi di innovazione sono molteplici: si passa da un regime in cui il soggetto adibito a svolgere la sollecitazione doveva sottoporsi a numerosi requisiti richiesti dalla legge, già nei precedenti paragrafi esaminati⁶⁰, ad un nuovo modello in cui il medesimo soggetto non ha bisogno di professionalità particolare, che ben potrebbe reperire tramite consulente, piuttosto è titolare dell'interesse alla promozione dell'iniziativa.

Come, poi, definitivamente recepito dal d.lgs. 18 giugno 2012 n. 91, si è resa possibile questa coincidenza di interessi anche in capo all'emittente allineando così il nostro sistema di sollecitazione alle *Proxy Rules* statunitensi. Secondo taluni si è trattata di una mera formalizzazione a livello legislativo di una interpretazione già avanzata sia dalla prassi sia dalla regolamentazione secondaria⁶¹. In altri termini, oggi si può assistere ad una piena coincidenza tra il soggetto che ha interesse ad iniziare una sollecitazione e quello che effettivamente poi la svolge.

Ad ogni modo, chiunque solleciti agisce per interesse proprio o per conto di altri che lo hanno incaricato e, a mente dell'art. 136, co. 9, *Reg. Emitt.*, ne sopporta i relativi costi, eventualmente compensato da colui per conto del quale, e nell'interesse del quale, sollecita⁶². Per ciò stesso chi sollecita è nella situazione di conflitto delineata dall'art. 135-*decies* TUF, che l'art. 137, co. 1, TUF richiama, accanto all'art. 135-*novies* TUF, per la sollecitazione, ovvero

58. Così, G. CASTALDI, Art. 144, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, G. ALPA, F. CAPRIGLIONE (a cura di), tomo II, Padova 1998, p. 1311.

59. L'innovazione è dovuta dall'art. 3, co. 15, d.lgs. 18 giugno 2012 n. 91 che ha inserito le parole «compreso l'emittente» all'art. 136, co. 1, lett. c), TUF.

60. Nella precedente disciplina emergeva chiaramente l'intenzione della legge Draghi di voler professionalizzare la figura di intermediario, restringendo l'abilitazione allo svolgimento di sollecitazione di deleghe a determinati soggetti come già visto nei precedenti paragrafi.

61. B. PETRAZZINI, *Il d.lgs. 91/2012 e le modifiche alla disciplina dell'assemblea di società per azioni quotate*, cit., p. 22 osserva come con la prima stesura del *Regolamento emittenti* il regolatore si era preoccupato di predisporre specifiche regole in capo al promotore quando ai sensi degli artt. 137, co. 3, e 138, commi 2 e 4, *Reg. Emitt.* fosse soggetto «diverso dalla società emittente», con ciò implicitamente ammettendo l'ipotesi in cui la figura di promotore si sovrapponesse a quella della società emittente.

62. Come si vedrà *infra* § 12., le situazioni possono essere delle più svariate: potrebbe darsi il caso dell'amministratore che ricerca i voti per riconfermarsi l'incarico; ovvero il socio che raccoglie i voti per controllare o influenzare la società mediante la nomina di amministratori. Può ben essere il promotore incaricato dalla società, dagli amministratori, da un socio, da un terzo, per raccogliere voti necessari per l'approvazione delle deliberazioni secondo il loro proprio interesse.

perché rientra nelle fattispecie legali, o nella residuale, avendo un interesse proprio nell'affare, che si rivela nell'assumere i costi o nella remunerazione che riceve dal committente per incarico del quale procede alla sollecitazione.

Il compenso che spetta al promotore diviene appunto per questo elemento di discriminazione tra la posizione di mandatario dell'azionista oppure portatore di altri interessati per il cui conto sollecita i voti: in questa seconda ipotesi farebbe incetta di voti in conflitto laddove assumesse contestualmente anche il mandato dal socio. Al quale si era rivolto per ricevere invece esclusivamente l'incarico di trasmettere in assemblea il voto già formulato. Il promotore è tenuto ad indicare per iscritto al socio da chi riceve il compenso almeno nel prospetto informativo, come una delle *circostanze da cui deriva il conflitto*, a mente dell'art. 135-*decies*, co. 1, TUF, onde evitare che venga frainteso, assunto come mandatario.

3.4.2. *I particolari accorgimenti formali: la procedura e lo svolgimento della sollecitazione*

La procedura di sollecitazione è disciplinata dalla normativa speciale, mentre la delega resta oggetto della Sez. II-*ter* in quanto «Ai conferimenti di deleghe di voto ai sensi della presente sezione si applicano gli artt. 135-*novies* e 135-*decies*» (art. 137 TUF).

Chiunque intenda promuovere una sollecitazione di deleghe anzitutto trasmette un avviso alla società emittente, che lo pubblica senza indugio sul proprio sito internet, alla Consob, alla società di gestione del mercato nonché alla società di gestione accentrata delle azioni⁶³. L'avviso tassativamente deve indicare⁶⁴: i dati identificativi del promotore e della società emittente; la data di convocazione dell'assemblea e l'elenco delle materie all'ordine del giorno; le modalità di pubblicazione del prospetto e del modulo di delega nonché il sito internet sul quale sono messi a disposizione tali documenti; la data a partire dalla quale il soggetto a cui spetta il diritto di voto può richiedere al promotore il prospetto e il modulo di delega ovvero prenderne visione presso *Borsa Italiana S.p.A.*; e le proposte di deliberazione per le quali si intende svolgere la sollecitazione.

A partire dalla pubblicazione dell'avviso⁶⁵, chiunque diffonde informazioni attinenti alla sollecitazione ne dà contestuale comunicazione alla *Borsa*

63. Anche F. GHEZZI, *op. cit.*, p. 1246 considera la prodromicità di questa fase alla sollecitazione vera e propria che in realtà inizierebbe con la diffusione del materiale di sollecitazione.

64. Così G. MINERVINI, *Art. 136*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, cit., p. 1238.

65. Cfr. G. PALMIERI, *op. cit.*, p. 1115.

Italiana S.p.A. e alla *Consob*, che può richiedere la diffusione di precisazioni e chiarimenti⁶⁶.

In caso di interruzione per qualsiasi ragione della sollecitazione, il promotore ne dà notizia alla società emittente, alla *Consob* ed alla *Borsa Italiana S.p.A.* con le stesse modalità dell'avviso. Salvo riserva contraria contenuta nel prospetto, il promotore esercita comunque il voto relativo alle azioni per le quali la delega è stata conferita prima della pubblicazione della notizia di interruzione⁶⁷.

La sollecitazione non altresì è ostacolata dall'eventuale presenza di clausole dello statuto limitative del diritto del socio di disporre del voto mediante rappresentanza (art. 137, co. 2, TUF)⁶⁸.

3.4.3. *Il prospetto informativo*

La sollecitazione di deleghe ha poi effettivo inizio con la diffusione presso gli azionisti del prospetto informativo e del modulo di delega. Il contenuto di questa documentazione è dettagliatamente descritto rispettivamente negli Allegati 5B e 5C al *Reg. Emitt.*⁶⁹. Questa tecnica di regolamentazione è stata salutata con particolare favore dagli operatori giuridici in quanto sono stati concisamente definiti gli obblighi informativi a cui questi devono soggiacere al fine di garantire una concreta e trasparente diffusione delle informazioni in ambito di sollecitazione.

Il prospetto informativo, dunque, assume un compito importante: tanto più i dati *ivi* contenuti sono completi, quanto maggiormente sarà consentita la formazione di quel consapevole convincimento che rappresenta l'obiettivo stesso della comunicazione⁷⁰. La riduzione dello schema ad appena sei sezioni contenenti informazioni sulla società emittente ed i suoi interessi, prima sull'intermediario ed oggi sul promotore, nonché sulle modalità di

66. E. PAGNONI, S. PROVVIDENTI, *op. cit.*, p. 130, per cui la decisione di promuovere congiuntamente una sollecitazione da parte di più soggetti non comporta l'applicazione delle norme sui patti parasociali.

67. A detta di A. GAMBINO, *Art. 139*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, cit., p. 1262, tale disposizione non si applica ove l'interruzione della sollecitazione sia disposta dalla *Consob* in caso di fondato sospetto o di accertamento di violazione delle disposizioni di legge.

68. La deroga è giustificata nella misura in cui il promotore è incaricato della sola trasmissione in assemblea del voto deciso dall'azionista al di fuori della medesima; un po' come accade con il voto per corrispondenza. Infatti, la *ratio* delle clausole di limitazione o di esclusione della rappresentanza è mirato soprattutto al mandato, quando il rappresentante ha l'incarico di gestire in assemblea il voto del socio, con partecipazione alla discussione e decidendo secondo i risultati e la situazione.

69. Addirittura negli allegati citati sono contenuti importanti spunti effettivamente sottovalutati nel Testo Unico, quali la *One Way Proxy* o la sollecitazione di deleghe parziali.

70. Così, M. BIANCA, *La rappresentanza dell'azionista nelle società a capitale diffuso*, cit., p. 275.

conferimento delle deleghe, assolve la funzione informativa preassembleare tipica del *proxy statement* e della *proxy card* negli Stati Uniti⁷¹.

3.4.4. Il modulo di delega

Contestualmente alla diffusione del prospetto informativo avviene anche la consegna agli azionisti del modulo di delega da redigersi secondo le modalità stabilite dalla *Consob* all'art. 137 *Reg. Emitt.* e dall'Allegato 5C al medesimo Regolamento.

La schematicità imposta dall'organo di vigilanza risponde alle finalità assegnate a detto documento: mentre il prospetto informativo ha lo scopo di illustrare l'intera iniziativa, contribuendo alla formazione del c.d. «consenso informato», di cui si è già parlato, il modulo di delega il solo compito di far aderire gli azionisti all'iniziativa stessa tramite espressione del proprio gradimento per le proposte di voto oggetto di sollecitazione⁷².

L'Allegato 5C prevede che detto consenso venga manifestato per mezzo del conferimento della delega, da rilasciarsi semplicemente barrando la casella all'uopo predisposta. Tuttavia il modulo di delega deve contenere: (i) la denominazione del promotore ed i dati identificativi degli eventuali sostituti; (ii) l'indicazione della società emittente e dell'assemblea in relazione alla quale si intende promuovere la sollecitazione e la data di pubblicazione del relativo avviso di convocazione; (iii) la denominazione o i dati anagrafici del soggetto a cui spetta il diritto di voto; (iv) la dichiarazione del delegante di presa d'atto della possibilità che la delega al promotore contenga istruzioni di voto anche solo su alcune delle proposte di deliberazione all'ordine del giorno; (v) altra ulteriore dichiarazione di presa visione del prospetto, con particolare riferimento alla parte relativa ai conflitti di interesse; e (vi) il conferimento della delega con specifica indicazione delle azioni rispetto alle quali la facoltà è esercitata.

3.4.5. L'ulteriore ed eventuale materiale diffuso

Come già anticipato, il *Reg. Emitt.* pur non indicando espressamente la forma scritta per la richiesta di conferimento della delega, la presuppone nella misura in cui all'art. 136, co. 3, dispone che «Il prospetto e il modulo, contenenti almeno le informazioni previste dagli schemi riportati negli Allegati 5B e 5C, sono pubblicati mediante la contestuale trasmissione alla società

71. Cfr. S. BALZOLA, *Record date e rappresentanza assembleare nelle società quotate: armonie e disarmonie (anche alla luce del d.lgs. 18 giugno 2012 n. 91)*, cit., p. 754, nel senso di far assumere all'informativa pre-assembleare finalità primaria di tutte le novità introdotte con la *Shareholders' Rights*, ivi comprese la *Record Date* e la rappresentanza assembleare.

72. Ancora M. BIANCA, *La rappresentanza dell'azionista nelle società a capitale diffuso*, cit., p. 284.

emittente» ed al co. 5 che «Il promotore consegna il modulo corredato del prospetto a chiunque ne faccia richiesta».

Analoga questione attinente alle eventuali ed ulteriori comunicazioni preliminari e/o contestuali. Non è chiaro infatti se dette comunicazioni facciano parte della sollecitazione, ovvero siano soggette ai principi di diligenza, correttezza e trasparenza di cui all'art. 137 Reg. *Emitt.*

Potrebbe accadere, soprattutto in ipotesi di sollecitazione da parte degli azionisti, che siano inoltrate comunicazioni informali contenenti specifiche doglianze nei riguardi dei comportamenti degli amministratori. Possono anche contenere richieste di adesione, ma difficilmente in maniera espressa fanno riferimento alla sollecitazione di deleghe. Pur non trattandosi di richieste di conferimento di deleghe di voto, laddove contengano la chiara intenzione di dare seguito — anche a determinate condizioni — ad una sollecitazione, si ritiene debbano essere considerate come facenti parte di un piano finalizzato alla sollecitazione. Altrimenti opinando si rischierebbe di dare adito ai potenziali promotori di sondare le possibili adesioni alla sollecitazione facendo circolare informazioni inattendibili tra la compagine sociale⁷³.

3.4.6. *Il conferimento e la revoca*

La procedura si completa quando la delega di voto, una volta sottoscritta dal delegante, viene restituita al promotore che la spende in assemblea. Pertanto, al fine del conferimento della delega il soggetto a cui spetta il diritto di voto è tenuto a trasmettere al promotore il modulo di delega, anche sotto forma di documento informatico sottoscritto digitalmente ai sensi dell'art. 21, co. 2, d.lgs. 7 marzo 2005, n. 82⁷⁴. Si precisa altresì che la delega conferita a persona giuridica, ad associazione o a qualunque organizzazione collettiva, è data alla persona fisica che la rappresenta quale proprio dipendente o collaboratore⁷⁵.

73. C. PASQUARIELLO, *Commento sub art. 136 TUF*, in AA.Vv., *Il recepimento della direttiva sui diritti degli azionisti*, cit., p. 753, la quale — riprendendo F. GHEZZI, *op. cit.*, p. 1289 — in cui asserisce che la precedente disciplina era meno rigida nell'identificare le attività da considerarsi sollecitazione tanto che non ricadevano nell'ambito di applicazione tutte quelle attività preventive non dirette alla promozione e alla raccolta delle procure di voto, ma comunque in grado di influenzare l'espressione e la direzione del voto, come le comunicazioni dei propri orientamenti di voto, la propaganda e la divulgazione di dati ed informazioni relativi all'esercizio di voto.

74. V. A. AIELLO, *Artt. 138 e 141*, in *Il Testo Unico della Finanza*, cit., p. 1869, nel senso che, come già visto, la rappresentanza va conferita con atto scritto, che la società deve conservare a documentazione della procura, ad ogni buon fine. Non si ritiene sufficiente che la delega, rilasciata oralmente in assemblea, sia ripresa nel verbale. Per l'assemblea in sede straordinaria non è comunque necessaria la procura notarile.

75. È il tipico caso della società fiduciaria che assuma delega. Si vuole evitare banalmente, secondo una già consolidata interpretazione precedente, che, se non interviene il presidente fornito della

Il promotore decide se esercitare il voto anche in modo non conforme alle proprie proposte e fornisce indicazione di tale scelta nel prospetto. Ove la sollecitazione di deleghe sia promossa dalla società emittente, questa è tenuta ad esercitare il voto anche in modo non conforme alle proprie proposte⁷⁶.

Il soggetto a cui spetta il diritto di voto che abbia conferito la delega, anche parziale, può esprimere con lo stesso modulo di delega il proprio voto per le materie iscritte all'ordine del giorno per le quali il promotore non abbia richiesto il conferimento della delega. Per le stesse materie è fatto divieto al promotore di formulare raccomandazioni, dichiarazioni o altre indicazioni idonee a influenzare il voto.

Nei casi appena menzionati, il promotore, se diverso dalla società emittente, può esprimere, ove espressamente autorizzato dal delegante, un voto difforme da quello indicato nelle istruzioni nel caso si verifichino circostanze di rilievo, ignote all'atto del rilascio della delega e che non possono essere comunicate al delegante, tali da far ragionevolmente ritenere che questi, se le avesse conosciute, avrebbe dato la sua approvazione, ovvero in caso di modifiche o integrazioni delle proposte di deliberazione sottoposte all'assemblea⁷⁷. In tal caso, il promotore dichiara 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, rispetto al numero complessivo dei voti esercitati, distinguendo tra astensioni, voti contrari e voti favorevoli e le motivazioni del voto espresso in modo difforme dalle istruzioni ricevute o in assenza di istruzioni.

Viceversa in relazione alle proposte di deliberazione per le quali non siano state conferite istruzioni di voto e non sia stata concessa l'autorizzazione ad esprimere un voto difforme da quello indicato nelle istruzioni, le azioni sono comunque computate ai fini della regolare costituzione dell'assemblea. Le medesime azioni non sono tuttavia computate ai fini del calcolo della maggioranza e della quota di capitale richiesta per l'approvazione delle delibere⁷⁸.

firma legale, l'incaricato debba far accettare al delegante la sub-delega. D'altro canto in questi casi la procura è data nell'affidamento all'organizzazione, piuttosto che a chi legalmente la rappresenta in quel momento, sicché le ragioni delle prescrizioni dell'art. 2372, co. 3, c.c., sono assicurate se resta responsabile la stessa organizzazione.

76. Così M. LAMANDINI, *Artt. 138 e 144*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, G.F. CAMPOBASSO (diretto da), Utet, Torino 2002, p. 1136.

77. In questo senso, L. DI BRINA, *Art. 138*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, G. ALPA, F. CAPRIGLIONE (a cura di), tomo II, Padova 1998, p. 1255.

78. V. B. PETRAZZINI, *Artt. 136-140*, in *La legge Draghi e le società quotate in Borsa*, cit., pp. 195 e ss.

3.4.7. Il trattamento della delega di voto

Detta delega è revocabile⁷⁹ e può essere conferita soltanto per singole assemblee già convocate, con effetto per le eventuali convocazioni successive; essa non può essere rilasciata in bianco e deve indicare la data, il nome del delegato e le istruzioni di voto⁸⁰. L'intento è di rafforzare le caratteristiche personali del rapporto, anche quando il mandato può essere così discrezionale da consentire al delegato di decidere nel corso della stessa assemblea. Lo si vuole rendere responsabile direttamente verso il socio.

La delega può essere conferita anche solo per alcune delle proposte di voto indicate nel modulo di delega o solo per alcune materie all'ordine del giorno. Il rappresentante è tenuto a votare per conto del delegante anche sulle materie iscritte all'ordine del giorno, sulle quali abbia ricevuto istruzioni, non oggetto della sollecitazione. Le azioni per le quali è stata conferita la delega, anche parziale, sono computate ai fini della regolare costituzione dell'assemblea⁸¹.

Il modulo di delega inoltre deve anche contemplare l'indicazione delle deliberazioni e delle relative proposte di sollecitazione, rispetto alle quali il titolare del diritto di voto può rilasciare delega, eventualmente, autorizzare il promotore a votare in modo difforme dalla proposta originaria⁸² e, nel caso il promotore

79. La delega si intende revocata mediante dichiarazione scritta, rilasciata con le modalità previste per il rilascio, portata a conoscenza del promotore almeno il giorno precedente l'assemblea. I principi che regolano il mandato si riflettono anche sulla revocabilità della procura tanto che il dominus dell'affare è sempre in grado di decidere in proprio nonostante ogni patto contrario, nonostante che, a mente dell'art. 1723 c.c., la disciplina comune disponga che «se era stata pattuita l'irrevocabilità, risponde dei danni, salvo che ricorra una giusta causa». In altri termini, il socio che revoca la procura al voto non risponde del danno anche se non ricorre giusta causa. Si aggiunga, e sul punto si rinvia alla nt. 179, che la procura al voto è revocabile se rilasciata anche nell'interesse del rappresentante o di altri, nonostante la disciplina comune, nel contesto ad esempio di patti parasociali. Resta che «non si estingue per la morte o la sopravvenuta incapacità del mandante» (art. 1723, co. 2, ult. part., c.c.).

80. L'intento latente è sempre il medesimo: impedire la cessione del voto inconsapevole, specie nelle società quotate se sotto la forma di delega permanente. Il rischio di scissione del rischio dal voto, mentre nelle società a ristretta base azionaria è ridotto, tanto che la Riforma le ha sottratte al divieto che in precedenza riguardava ogni società, nelle società aperte diverse dalle quotate impone limiti differenziati secondo la dimensione del capitale (art. 2372, co. 6, c.c.). Nelle società chiuse, inoltre, una stessa persona non può rappresentare più di venti soci; per queste società si sarebbe dovuto eliminare il limite, per le analoghe ragioni che hanno giustificato il rilascio di deleghe anche per più assemblee. Per le quotate, cfr. A. CANAPERI, *Art. 142*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza d.lgs. 24.02.1998 n. 58*, G. MARCHETTI, L. A. BIANCHI (diretto da), Milano 1999, p. 1413; O. CAPOLINO, *Art. 142*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, G. ALPA, F. CAPRIGLIONE (a cura di), tomo II, Padova 1998, p. 1297.

81. R. LENER, A. TUCCI, *Art. 142*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, G. ALPA, F. CAPRIGLIONE (a cura di), tomo II, Padova 1998, p. 1286.

82. Nel caso in cui si verificano circostanze ignote all'atto del rilascio della delega che non possono essere comunicate, ma che facciano ragionevolmente ritenere che il delegante, se le avesse conosciute, avrebbe dato la sua approvazione al voto difforme, predetta autorizzazione esplicherà i suoi effetti. In mancanza il promotore sarà tenuto ad esercitare il voto in maniera conforme alla proposta originaria.

opti ovvero debba esercitare anche in maniera difforme da taluna delle proprie proposte (*Two Way Proxy*, il delegante può indicare specifiche istruzioni di voto anche per ulteriori deliberazioni non oggetto della sollecitazione⁸³).

3.4.8. *I rapporti tra delegato e delegante nell'esercizio del voto*

Con riferimento ai rapporti tra delegato e delegante nell'esercizio del voto, il promotore è tenuto ad esercitare personalmente la delega ricevuta, ovvero farsi sostituire solo da chi sia espressamente indicato nel modulo di delega e nel prospetto di sollecitazione. Deve essere indicato in entrambi i documenti (art. 138, co. 2, TUF). Laddove, invero, il promotore non sia una persona fisica si applica l'art. 2372, co. 4, c.c. nella misura in cui «se la rappresentanza è conferita ad una società, associazione, fondazione o di altro ente collettivo o istituzione, questi possono delegare soltanto un proprio dipendente o collaboratore».

Quanto alla disciplina inerente il conflitto d'interesse, l'art. 137 TUF⁸⁴ detta i rapporti tra la disciplina generale della rappresentanza e quella speciale della sollecitazione, stabilendo che al conferimento di deleghe di voto ai sensi della sezione III del capo II TUF si applicano gli artt. 135–*novies* e 135–*decies* del medesimo Testo Unico. Le clausole statutarie che limitano in qualsiasi modo la rappresentanza nelle assemblee non si applicano alle deleghe di voto conferite in conformità delle disposizioni della stessa sezione.

Nello specifico, la legge individua il conflitto nelle situazioni enumerate nello stesso art. 135–*decies*, co. 2, TUF riconducibili a situazioni che si presume possono compromettere l'indipendenza del rappresentante, per i loro rapporti nell'organizzazione della società emittente delle azioni oggetto della delega (es. amministratore); e con chi controlla la società, o ne esercita notevole influenza, anche con riguardo al gruppo (es. socio di controllo); ed ancora familiari o di lavoro con le persone dell'organizzazione o dei soci sopra indicati (es. coniuge dell'amministratore o del socio di controllo; oppure dipendente)⁸⁵.

L'apprezzamento, tuttavia, della scelta che sarebbe stata assunta dal delegante è rimesso alla discrezione del promotore, che sotto questo profilo si assume il rischio di contenzioso circa la valutazione prognostica da lui effettuata.

83. Laddove ricorrano in quest'ipotesi circostanze ignote anzidette o modifiche, integrazioni delle deliberazioni sottoposte all'assemblea, il delegante potrà anche decidere preventivamente se confermare, revocare o modificare le istruzioni di voto.

84. V., al riguardo, L. SPÖGLER, *Art. 135–novies*, in *Il Testo Unico della Finanza*, cit., p. 1833; A. DI VILIO, *Art. 135–decies*, in *Il Testo Unico della Finanza*, *ibidem*, p. 1844; E. RICCIARDIELLO, *Art. 135–novies*, in *Commentario TUF*, F. VELLA (a cura di), tomo II, Torino 2012, p. 1481; e ID., *Art. 135–decies*, in *Commentario TUF*, *ibidem*, p. 1493 e L. SCANDUZZO, *Il mercato e l'impresa: le teorie e i fatti*, in *Trattato di Diritto Commerciale*, V. BUONOCORE (diretto da), sez. I, tomo 6, Torino 2002.

85. La norma in questione è opportuna anche se ridondante in quanto, nonostante la specificazione legale del divieto, i casi di conflitto comunque sarebbero regolati dal diritto comune dei contratti;

Nei casi al contrario in cui si verifica un conflitto non riconducibile alle fattispecie legali, il rappresentante è tenuto a darne comunicazione con onere a suo carico della prova della comunicazione, oltre che della chiarezza della stessa⁸⁶.

Quindi, le soluzioni possibili sono due: se il delegato non è in conflitto d'interessi assume dal delegante il mandato a decidere come votare, nei limiti delle eventuali istruzioni del mandante, alle quali è tenuto diligentemente a derogare se le circostanze lo consigliano ai sensi dell'art. 17II, co. 2, c.c.; se invece il delegato versa in quelle situazioni che l'art. 135-*decies* TUF indica al co. 2, non può assumere l'incarico di gestire il voto delegato come mandatario dell'azionista delegante, nemmeno con il suo consenso. Può soltanto ricevere dal socio l'incarico di trasmettere, nella veste di procuratore, il voto deciso dal socio così da eliminare alla radice la possibilità del conflitto.

3.5. Gli obblighi di comportamento e la responsabilità del promotore

Il promotore è tenuto a comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza. Nei contatti con i soggetti sollecitati, il promotore si astiene dallo svolgimento dell'attività nei confronti di coloro che si siano dichiarati non interessati, fornisce in modo comprensibile i chiarimenti richiesti e illustra le ragioni della sollecitazione ponendo, in ogni caso, in evidenza le implicazioni derivanti da rapporti di affari o partecipativi propri o di soggetti appartenenti al suo gruppo, con la società emittente o con soggetti appartenenti al gruppo di quest'ultima⁸⁷.

Se diverso dalla società emittente, deve anche informare 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. È tenuto, poi, a dare notizia con comunicato stampa, diffuso senza indugio con le modalità indicate nell'art. 136, co. 3, *Reg. Emitt.*, dell'espressione del voto, delle

peraltro la violazione del divieto da parte degli esponenti della società invalida il voto sussistendone la violazione del divieto legale; mentre, per il diritto comune, il conflitto non rileva ai fini della validità del voto, se non conoscibile all'altra parte, e perciò possibile nelle sole società familiari.

86. Potrebbe essere il caso del socio interessato ad impedire all'assemblea l'esercizio dell'azione di responsabilità contro l'amministratore che ha concorso a nominare; qualora un altro azionista gli proponga di assumere la rappresentanza per il suo voto, sarebbe tenuto a manifestare la situazione di conflitto.

87. Così S. GATTI, *Art. 137*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, cit., p. 1245.

motivazioni del voto eventualmente esercitato in modo difforme da quello proposto, nonché dell'esito della votazione.

Ai sensi dell'art. 142, co. 2, TUF chi esercita il voto in assemblea è tenuto a votare per conto del delegante anche sulle materie iscritte all'ordine del giorno per le quali il promotore non abbia formulato proposte, secondo la volontà espressa dal delegante stesso nel modulo di delega ai sensi dell'art. 138, co. 3, *Reg. Emitt.* Il promotore semmai mantiene la riservatezza sui risultati della sollecitazione e non può acquisire deleghe di voto ai sensi dell'art. 2372 c.c.⁸⁸.

Dato che, come precedentemente visto, le informazioni contenute nel prospetto e nel modulo di delega, oltre quelle eventualmente diffuse nel corso della sollecitazione, devono essere idonee a consentire all'azionista di assumere una decisione consapevole⁸⁹, il promotore risponde dell'idoneità delle medesime ed è responsabile della loro completezza⁹⁰.

Mentre il giudizio dell'idoneità delle informazioni fornite implica una valutazione di merito delle stesse, quello sulla loro completezza consiste in un controllo prettamente quantitativo, di riscontro dell'effettiva presenza di tutti i dati richiesti dal Testo Unico e dalla normativa regolamentare. Secondo la dottrina maggioritaria⁹¹ questo tipo di controllo pone a carico del soggetto responsabile un'obbligazione di risultato, nella misura in cui la redazione di suddetti documenti deve consentire ai destinatari di assumere una decisione consapevole.

La responsabilità del promotore⁹² può essere fatta valere dagli azionisti oltre che dalla società emittente ed è assimilabile alla responsabilità da prospetto elaborata in ambito di sollecitazione del pubblico risparmio⁹³.

88. Sulle limitazioni soggettive e quantitative all'attribuzione di deleghe si suggerisce la lettura di C. Pasquariello, *Art. 2372 c.c.*, in AA.Vv., *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti (d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27)*, in *Nuove leg. civ. comm.*, 3, Cedam, Padova 2011, p. 581.

89. Si tenga conto che il co. primo dell'art. 143 TUF recita «Le informazioni contenute nel prospetto o nel modulo di delega e quelle eventualmente diffuse nel corso della sollecitazione devono essere idonee a consentire all'azionisti di assumere una decisione consapevole» addirittura attribuendo la responsabilità dell'idoneità di dette informazioni al promotore che a detta di R. PREMONTE, *Artt. 142, 143 e 144*, in *Il Testo Unico della Finanza*, cit., p. 1884, a seguito della *shareholders' rights* risponde anche dell'eventuale incompletezza delle informazioni fornite laddove non consentono all'azionisti di assumere in piena consapevolezza la decisione di conferire il mandato di rappresentanza al voto.

90. La disciplina previgente ripartiva la responsabilità in parola tra il committente, il quale rispondeva dell'idoneità dell'informazione alla pari dei rappresentanti delle associazioni degli azionisti, e l'intermediario, che garantiva la loro completezza.

91. Di cui fa parte anche R. PREMONTE, *Artt. 142, 143 e 144*, in *Il Testo Unico della Finanza*, cit., p. 1885.

92. Si registra ancora un aspro conflitto in dottrina circa natura contrattuale od extra-contrattuale di tale responsabilità in cui incorre il delegato che agisce in violazione del contenuto del modulo di delega a seconda che si riconduca al rapporto di mandato sottostante, ovvero ad un illecito quale nocimento al buon funzionamento dell'organizzazione societaria.

93. La fattispecie non è poi così dissimile: il promotore, alla stregua del soggetto che promuova un'offerta al pubblico di strumenti finanziari, è chiamato a rispondere dei danni subiti dai destinatari

Al fine di agevolare i deleganti, l'art. 143, co. 3, TUF stabilisce l'inversione dell'onere della prova a carico del promotore rispetto alla disciplina generale di cui all'art. 2697 c.c., per cui nei giudizi di risarcimento dei danni derivanti da violazione di legge è tenuto a dimostrare di avere agito con la diligenza richiesta⁹⁴. Il soggetto delegante deve comunque dimostrare che se avesse ricevuto informazioni idonee da parte del promotore non avrebbe votato in modo conforme a quanto proposto⁹⁵.

3.6. Violazione delle regole di sollecitazione e rimedi risarcitori

La violazione delle norme sulla sollecitazione comporta la nullità delle deleghe per di più con effetto retroattivo nell'ipotesi in cui la *Consob* abbia disposto il divieto all'attività di sollecitazione al promotore⁹⁶. In tal caso, il promotore non dovrebbe essere ammesso all'assemblea e, laddove lo sia, la delibera assunta con i voti espressi per delega nulla risulterebbe affetta da vizio di inesistenza in quanto sarebbe a monte la stessa costituzione dell'assemblea viziata.

Qualora la *Consob* non abbia emanato alcun provvedimento di divieto, gli eventuali vizi del procedimento non si manifesterebbero sulla validità della costituzione dell'assemblea, bensì sulla validità del voto espresso in essa. Con l'effetto che la nullità del voto determinerebbe l'annullamento della deliberazione⁹⁷.

3.7. Profili comparatistici

Al fine di una maggiore comprensione dell'istituto in parola, è inevitabile esaminare seppur con semplice intento comparatistico la disciplina delle *proxy rules* del *Security Exchange Act* del 1934 negli Stati Uniti⁹⁸, il cui modello ha

della sollecitazione, così come dagli investitori nell'offerta pubblica di acquisto in conseguenza dell'inadeguatezza o dell'insufficienza delle informazioni divulgate.

94. Cfr. P. SFAMENI, *Art. 143*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58*, G. MARCHETTI, L.A. BIANCHI (diretto da), Milano 1999, p. 1438.

95. Ivi, p. 1474, per cui la prova verterà sia sulla c.d. *Materiality*, ovvero sull'inidoneità informativa che è stata la causa dell'espressione di voto conforme, sia sulla *Reliance*, ossia sull'affidamento rispetto all'idoneità delle informazioni fornite dal promotore.

96. Cfr. R. PREMONTE, *Art. 144*, in *Il Testo Unico della Finanza*, cit., p. 1890.

97. In questo caso la legittimazione all'impugnazione graverebbe in capo a tutti i soci assenti, dissenzienti, non solo ai delegati. Di questa opinione, R. DONVITO, *Art. 144*, in *Commentario delle società*, G. GRIPPO (a cura di), vol. III, Torino 2009, p. 1915.

98. Cfr. L.A. BEBCHUK, M. KAHAN, *A Framework for Analyzing Legal Policy Towards Proxy contests*, in *Calif. L. Riv.*, 78, 1990, p. 1071; T.C. BELINFANTI, *The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The*

fatto da traino per tutti gli ordinamenti europei, e quello britannico disegnato dal *Companies Act* del 1985; il sistema francese del *mandats en blanc* quale delega incondizionata all'organo amministrativo al punto che il rappresentante diviene mero *nuncius* della volontà adesiva del socio e di pari passo il *Depotstimmrecht* tedesco⁹⁹, ovvero il conferimento della delega di voto per mezzo del contratto di deposito dei titoli direttamente a favore dell'istituto depositante. Fenomenologie giuridiche, queste, che seppur diverse sono tutte accomunate dal medesimo fine e talvolta anche dagli stessi limiti.

Benché di minor rilievo, in quanto mera applicazione della disciplina statunitense alla pari di quella italiana, giova in ogni modo passare in rassegna anche il recente regime delle *Sociedades Cotizadas* delineato nella penisola iberica a seguito del recepimento della *Shareholders' Rights*, comunque speciale rispetto alla disciplina ordinaria delle società di capitali spagnole e l'altrettanto acerba esperienza dei Paesi Bassi che, a causa di un mercato finanziario a struttura oligarchica simile alla nostra, stenta a prendere piede.

Tutto quanto detto nella cornice del legislatore comunitario che, dopo appena nove anni, è intenzionato nuovamente a mettere mano al diritto societario europeo precisando alcuni aspetti molto tecnici legati alla catena informativa tra intermediari ed introducendo nuove regole per i consulenti in materia di voto.

3.7.1. Cenni alle Proxy Rules statunitensi del Security Exchange Act del 1934

Con il crescente avvento delle società ad azionariato diffuso, che negli Stati Uniti fu espressione del capitalismo avanzato degli anni '30, ebbe proporzionale risalto la problematica connessa all'intervento personale del socio in assemblea, nonché quella di ricorrere ad una raccolta organizzata delle deleghe di voto¹⁰⁰.

Come già anticipato al precedente paragrafo 5.2., la situazione che si voleva correggere con l'introduzione di una rigida disciplina di sollecitazione ineriva al fatto che gli amministratori erano soliti compiere operazioni di

Case for Increased Oversight and Control, in *Stan. J.L. Bus. & Fin.*, 14, 2008–2009, p. 384; e C. ROHRICH, *Law and Practice in Corporate Control*, Beard Books, 2000, p. 27, con l'intento di percepire la rilevanza del meccanismo di rastrellamento delle deleghe di voto nell'ambito del governo societario delle *Public Companies* statunitensi. Per un confronto con l'attuazione della disciplina anche in Europa, v. altresì T. BAUMS, *Shareholder Representation and Proxy Voting in the European Union: A Comparative Study*, Paper, presented at the Conference on Comparative Corporate Governance Max-Planck-Institut für Ausländisches und Internationales Privatrecht, Amburgo, 15–17 maggio, 1997.

99. Così, sull'importanza di una corretta ed equilibrata ripartizione dei poteri tra gli amministratori ed i soci, C. VAN DER ELST, *Shareholder Rights and Shareholder Activism: The Role of the General Meeting of Shareholders*, ECGI – Law Working Paper No. 188/2012, 7 marzo 2012, p. 14, da tenere in debita considerazione anche per l'apprezzato lavoro comparatistico in ambito europeo.

100. Uno dei più completi scritti in lingua italiana circa le *Proxy Rules* statunitensi è senza dubbio A. TUCCI, *op. cit.*, p. 391.

rastrellamento delle deleghe di voto, rilasciate da azionisti inconsapevoli, così da autoperpetuarsi¹⁰¹. Le preoccupazioni di alcuni esponenti dell'epoca tra cui Brandeis, Ripley, Berle e Means¹⁰² rappresentarono la fonte di interesse per il futuro intervento riformatore culminato nel *Securities Exchange Act* del 1934 che alla sezione 14 introdusse, anche grazie al rinvio alla fonte regolamentare, una completa disciplina federale della sollecitazione di deleghe¹⁰³.

Ulteriore spinta propulsiva al *proxy voting* fu concessa dalla teorizzazione della c.d. *Shareholder Democracy* negli anni '40 da parte di Emerson e Latcham¹⁰⁴. Gli Autori erano i fautori dell'idea per cui la rivitalizzazione della partecipazione all'assemblee doveva passare dall'iniziativa di minoranze organizzate, anche grazie allo strumento della rappresentanza assembleare, atte a controbilanciare e criticare le scelte di gestione operate dagli amministratori¹⁰⁵.

Grazie alla Scuola di Chicago, in quegli anni, si diffuse il pensiero che il mezzo più idoneo ad assolvere la funzione di controllo societario endogeno fosse rappresentato dalle *Tender Offers*, capaci di per sé a condizionare in positivo le condotte del *Management*.

In realtà, poi, l'ondata delle offerte pubbliche di acquisto degli anni '80 ha dato modo agli organi amministrativi di elaborare artificiose tecniche di difesa, spesso avallate da pronunzie giurisprudenziali, tali addirittura da fornire potere di voto nelle mani dei *Managers* delle «società bersaglio». In sostanza l'effetto ottenuto fu l'inverso, tanto che il crollo della Borsa di New York del 1987 fu ricondotto esclusivamente alle distorsioni del modello di controllo societario incentrato sulle *Tender Offers*¹⁰⁶.

Dagli anni '90 in poi il mercato mobiliare è stato essenzialmente devoluto a professionisti della finanza, tra cui gli investitori istituzionali, che hanno fatto

101. Tra i tantissimi teorici di *Corporate Governance*, v. R.C. CLARK, *Vote Buying and Corporate Law*, in *Case Western Reserve Law Review*, 29, 1978–1979, p. 779; J.C. COFFE JR., *The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in Separation of Ownership and Control*, in *Yale L.J.*, III, 2001, p. 1; e più diffusamente D.J. COWAN BAYNE, *The Philosophy of Corporate Control a Treatise on the Law of Fiduciary Duty*, Loyola University Press, Chicago 1986.

102. I principali testi di cui si ha memoria sono L. BRANDEIS, *Opportunity in the Law*, in *American Law Review*, 39, 1905, p. 555; A. BERLE, *The 20th Century Capitalist Revolution, New York 1954 e ID.*, *Power Without Property*, New York 1959.

103. Il contesto era quello di una riforma organica del mercato dei valori mobiliari fortemente voluta dalla Presidenza Roosevelt a seguito del crollo del '29.

104. Cfr. F.D. EMERSON, F.C. LATCHAM, *Proxy Contests: A Study in Shareholder Sovereignty*, in *Calif. L. Rev.*, 41, 1953, p. 436; ID., S.E.C. *Proxy Regulation. Step Toward More Effective Stockholder Participation*, in *The Yale Law Journal*, 1950, p. 635; ID., *Proxy Contests: Competition for Management Through Proxy Solicitation*, in *Sw. L.J.*, 8, 1954, p. 403; e B.S. Black, *Shareholder Passivity Rexamined*, in *Mich. L. Rev.*, 89, 1990–1991, p. 520.

105. L.H. AXE, *Corporate Proxies*, in *Mich. L. Rev.*, 41, 1942–1943, p. 38.

106. A. TUCCI, *op. cit.*, p. 395.

pressioni per la riscoperta degli strumenti «partecipativi», quali la delega di voto¹⁰⁷. Si è assistito così ad un progressivo abbandono della *Wall Street Rule*, ovvero all'atteggiamento di sostanziale allineamento con le scelte operate dall'organo amministrativo a fronte di un ampio diritto di *exit* in caso di scarsi rendimenti economici, in favore della maggiore partecipazione al momento assembleare.

Detta disciplina, presa a modello anche in Italia, è contenuta nel testo di legge federale, ovvero il *Securities Exchange Act* alla sezione 14, e per la regolamentazione di dettaglio nel *Regulation 14* della *Securities Exchange Commission* nei relativi moduli allegati¹⁰⁸.

La *rule 14a-1* definisce l'ambito di applicazione in maniera nettamente più ampia rispetto a come è stato recepito in Italia¹⁰⁹. Si intende sollecitazione, difatti, «ogni altra comunicazione ad azionisti in situazioni ragionevolmente ritenute dirette a concessione, al rifiuto o alla revoca di una delega»¹¹⁰.

Tanto più ampia è la definizione quanto maggiore sarà il potere dell'autorità di vigilanza nel controllo della diffusione del materiale pre-assembleare anche nell'ottica di repressione delle dichiarazioni false ed ingannevoli.

Tuttavia, onde evitare che l'estensione del concetto di sollecitazione irridigisse eccessivamente l'informativa preassembleare, nel 1992 il legislatore

107. Ciò giustifica anche il fatto che si sia puntato più sugli strumenti partecipativi indiretti, piuttosto che quelli diretti come il voto per corrispondenza, ovvero quello elettronico.

108. Tra le tante guide pratiche ed i diversi formulari elaborati dalle associazioni professionali statunitensi spicca M.A. SARGENT, D.R. HONABACH, *Proxy Rules Handbook*, Clark Boardman Callaghan, 1995.

109. In Italia, invero, il limite quantitativo dei duecento azionisti appare molto meno rigido giacché a contrario presuppone che tutte le comunicazioni rivolte ad un numero inferiore siano liberamente divulgabili e non debbano attenersi alla rigida normativa sulla sollecitazione. Tuttavia, questa previsione sarebbe giustificata se la regolamentazione riguardasse in generale le *società che fanno ricorso al mercato dei capitali*, invece è circoscritta alle sole società quotate (art. 119 TUF) e comunque ne esclude l'applicabilità alle società con meno di duecento azionisti, anche se rivolta alla generalità degli azionisti, mentre la quotazione giustificerebbe di per sé all'azionista la protezione. Sulla diversa soglia nelle *proxy rules*, cfr. T.W. BRIGGS, *Shareholder Activism and Insurgency Under the New Proxy Rules*, in *Bus. Law.*, 50, 1994-1995, p. 99.

110. La *Rule 14a-1 lett. l)* testualmente recita «The terms "solicit" and "solicitation" include: 1) Any request for a proxy whether or not accompanied by or included in a form of proxy; 2) Any request to execute or not to execute, or to revoke, a proxy; or 3) The furnishing of a form of proxy or other communication to security holders under circumstances reasonably calculated to result in the procurement, withholding or revocation of a proxy. The terms do not apply, however, to: 1) The furnishing of a form of proxy to a security holder upon the unsolicited request of such security holder; 2) The performance by the registrant of acts required by § 240.14a-7; 3) The performance by any person of ministerial acts on behalf of a person soliciting a proxy; or 4) A communication by a security holder who does not otherwise engage in a proxy solicitation (other than a solicitation exempt under § 240.14a-2) stating how the security holder intends to vote and the reasons therefor, provided that the communication: a) Is made by means of speeches in public forums, press releases, published or broadcast opinions, statements, or advertisements appearing in a broadcast media, or newspaper, magazine or other bona fide publication disseminated on a regular basis; b) Is directed to persons to whom the security holder owes a fiduciary duty in connection with the voting of securities of a registrant held by the security holder, or Is made in response to unsolicited requests for additional information with respect to a prior communication by the security holder made pursuant to this paragraph».

federale introdusse due importanti correttivi alla nozione di sollecitazione: da una parte, identificò espressamente quali forme di comunicazione tra azionisti non costituissero sollecitazione¹¹¹; dall'altra, fu prevista la cosiddetta *Disinterested Persons Exemption*, ovvero la non applicazione della procedura di sollecitazione nei casi in cui il promotore non cercasse, neanche indirettamente, di ottenere deleghe, né fornisse o richiedesse, per sé o per altri, un modulo di delega, di consenso o di autorizzazione¹¹².

Quanto alla pubblicità e la diffusione del materiale divulgativo, ivi compresi il prospetto di sollecitazione ed il modulo di delega, non tediemo il lettore giacché, perlomeno nei lineamenti generali, il legislatore italiano alla fine degli anni '90 non ha fatto altro che trasporre la disciplina statunitense nel nostro ordinamento¹¹³, fatto salvo per la *Shareholders' Proposal*, con l'effetto che la disciplina in parola è sostanzialmente paritetica a quella italiana già esaminata. Una ripetizione, dunque, non gioverebbe all'economicità e chiarezza di questa trattazione.

Sulle forme di sollecitazione, viceversa, giova soffermarci. L'ordinamento statunitense ha preferito far divergere la sollecitazione promossa dagli amministratori da quella di iniziativa degli azionisti, soprattutto in ragione della posizione di debolezza di quest'ultimi¹¹⁴.

La *Securities Exchange Commission* ha dedicato appositamente la *Rule X-14A-8* alla proposta di sollecitazione da parte degli azionisti. La c.d. *shareholder proposal* presenta tuttavia caratteristiche molto diverse da come è stata designata la sollecitazione di deleghe da parte degli azionisti in Italia¹¹⁵.

Infatti, allorquando uno o più azionisti siano intenzionati a presentare una sollecitazione di deleghe negli Stati Uniti, sono tenuti a richiedere all'organo di gestione di includere la propria proposta di voto nel prospetto di

111. Fu così prevista l'esclusione dall'ambito di applicazione delle regole di sollecitazione di tutta una serie di casi, tra cui la consegna del modulo di delega su esplicita richiesta dell'azionista.

112. Cfr. T.W. BRIGGS, *Shareholder Activism and Insurgency Under the New Proxy Rules*, cit., p. 99; K.F. BRADY, F.G.X. PILEGGI, *Proxy Solicitation and Contested Director Elections*, in *Bus. L. Today*, 2010, p. 1; H.N. BUTLER, F.S. MCCHESENEY, *Why Theory Give at the Office: Shareholders Welfare and Corporate Philantropy in the Contractual Thoery of the Corporation*, in *Cornell L. R.*, 1999, p. 1195.

113. La letteratura statunitense in materia di deleghe di voto è molto vasta e risalente; cfr. ESQ. COURTS OULAHAN, *Some Practical Problems Involved in Proxy Solicitation and Counting Under Virginia Law*, in *Wm. & Mary L. Rev.*, 8, 1966-1967, p. 185; M.A. EISENBERG, *Access to the Corporate Proxy Machinery*, in *Harv. L. Rev.*, 83, 1969-1970, p. 1489; C.S. CROMPTON JR., *Shareholder Meetings, Voting Rights and Proxy Solicitation*, in *Del. J. Cor L.*, 4, 1978-1979, p. 698; M. CURZAN, M.L. PELESH, *Revitalizing Corporate Democracy: Control of Investment Managers' Voting on Social Responsibility Proxy Issues*, cit., p. 670; e H.E. DEUTCH, *Proxy Statements: Strategy and Forms*, University Publications of America, 1985.

114. Sull'adozione di questa particolare disciplina la S.E.C. ha avuto un ruolo fondamentale; v. J.A. HORNSTEIN, *Proxy Solicitation Redefined: the sec Takes an Incremental Step Toward Effective Corporate governance*, in *Wash. U. L. Q.*, 71, 1993, p. 1129; W. LEE, *Solicitation Under the Proxy Rules: the Need for a More Precise Definition of Solicitation*, in *Sw. U. L. Rev.*, 8, 1976, p. 1019.

115. V. in proposito R. PERNA, *Mito e realtà nella democrazia societaria, Il Proxy Voting nelle Public Companies Statunitensi*, in *Giur. comm.*, 1995, I, p. 537.

sollecitazione del *management*¹¹⁶. Se però gli amministratori si oppongono alla proposta degli azionisti, devono includere nel proprio prospetto di sollecitazione anche quello degli azionisti a supporto della proposta alternativa ed inserire nel modulo di delega specifiche forme di scelta con cui l'azionista sollecitato può esprimere la propria approvazione o disapprovazione della proposta¹¹⁷. Nei casi in cui gli amministratori o l'emittente non promuovono una sollecitazione, ovvero quando la votazione ha ad oggetto l'elezione dei componenti dell'organo di gestione, agli azionisti deve essere fornito il libro dei soci («shareholder list»), affinché possano diffondere autonomamente il proprio prospetto di sollecitazione¹¹⁸.

Da ultimo una norma generale (*Rule 14a-9*) proibisce l'utilizzazione di qualunque forma di comunicazione che contenga affermazioni «false ed ingannevoli relative a fatti rilevanti»¹¹⁹, nonché l'omissione di fatti necessari a non rendere false ed ingannevoli le dichiarazioni diffuse¹²⁰.

Pur rimanendo quello della S.E.C. un controllo di tipo esclusivamente formale sul materiale di sollecitazione, sono molte le controversie insorte sui criteri di interpretazione della *Antifraud Rule*¹²¹. La disposizione in esame è pertanto divenuta uno straordinario paletto di legalità nella misura in cui impedisce l'adozione di deliberazioni assembleari illegittime o ribaltare l'esito di una *Proxy Fight*¹²².

116. Così D.E. SCHWARTZ, *The Public-Interest Proxy Contest: Reflections on Campaign gm*, in *Mich. L. Rev.*, 69, 1970-1971, p. 419.

117. In questo senso C.A. REMINGTON, *A Political Speech Exception to the Regulation of proxy Solicitation*, in *Columbia Law Review*, 77, 1986, p. 1453.

118. Per meglio comprendere il funzionamento della *shareholder proposal*, si suggerisce M.S. WERNER, *Shareholders' Remedies for Violation of Proxy Rule 14a9*, in *Sw. L.J.*, 31, 1977, p. 1125; L.A. BEBCHUK, M. KAHAN, *A Framework for Analyzing Legal Policy Towards Proxy contests*, cit., p. 1071; M.D. WATERS, «Solicitation» Under the Sec's Proxy Rules: Charting the Safe Harbor for Shareholder Communications, in *Jones L. Rev.*, 2, 1998, p. 1; J.H. TROTTER, D.J. GREENE, *Proxies Prepare to go Digital: the sec's e-Proxy Solicitation Proposal*, in the *Corporate Governance Advisor*, 14, 2006, p. 5; K.F. BRADY, F. G.X. PILEGGI, *Proxy Solicitation and Contested Director Elections*, cit., p. 1.

119. Le Corti statunitensi in molti giudizi, tra cui *Gillette Co. V. RB Partners* 1693 F. Supp. 1266, 1286 (D.Mass.1988) e *Fradkin v. Ernst*, 571 F. Supp. 829 (N.D. Ohio 1983), hanno ribadito la complementarità dei due requisiti al punto di riscontrare la violazione quandanche le informazioni fossero state veritiere ma esposte in maniera ingannevole.

120. Sull'importanza della *rule 14a-9* circa la veridicità delle dichiarazioni del promotore, v. R. PERNA, *Public company e democrazia societaria. Voto per delega e governo delle imprese nel capitalismo statunitense.*, Bologna 1998, che tra i primi ha approfondito i meccanismi di partecipazione assembleare dei piccoli azionisti attraverso lo strumento del voto per delega come strumento di favore allo sviluppo delle *Public Companies* statunitensi.

121. Con la pronunzia sul caso *J.I. Case v. Borak* la Corte Suprema per la prima volta riconobbe la legittimazione attiva alla società emittente, e dunque anche al singolo socio in *Derivative Action*, di agire in giudizio per far valere la violazione delle *Proxy Rules* ed ottenere la rimozione degli effetti dannosi cagionati dalla violazione stessa.

122. In questo senso, R.C. CLARK, *Corporate Law*, Little Brown & Co., New York 1985, p. 389.

3.7.2. *Il Companies Act del 2006 in Gran Bretagna*

Il modello britannico rappresenta sostanzialmente una mera variante a quello statunitense tanto che valgono regole analoghe a quelle in vigore negli USA¹²³. Sebbene abbia origini remote, solo recentemente si è assistito ad una regolamentazione organica, dapprima con la sezione 136 del *Companies Act* del 1948 e, successivamente, grazie alla sezione 372 del *Companies Act* del 1985 ed oggi con il *Companies Act* del 2006 alla sezione 285, come aggiornato dal *The Companies (Shareholders' Rights) Regulations* del 2009.

La secolare esperienza statutaria e giurisprudenziale in materia di rappresentanza assembleare ha da sempre affidato al voto per delega rango di diritto insopprimibile del socio¹²⁴.

Gli amministratori inglesi possono liberamente inoltrare ai soci i moduli di delega, caricando i relativi costi sull'emittente. Nel caso in cui il modulo contenga il nome del rappresentante, ovvero qualora venga allegato ad esso un elenco di possibili rappresentanti, è obbligatoria la spedizione del documento informativo a tutti i soci con il fine di evitare che l'iniziativa abbia quali unici destinatari gli azionisti maggiormente legati agli amministratori, con l'esclusione di quelli di minoranza¹²⁵.

Allo stesso tempo se un gruppo di azionisti voglia ottenere il sostegno di altri per una propria proposta, questi possono naturalmente sollecitare e raccogliere le deleghe tra gli altri azionisti ed esercitare il relativo diritto di voto nel corso dell'assemblea a proprio favore.

3.7.3. *Il sistema francese del mandat en blanc*

Nonostante l'ordinamento francese¹²⁶ sia tradizionalmente diffidente nei confronti dell'istituto della rappresentanza assembleare¹²⁷, nel 2010 anche il legislatore d'Oltralpe ha dato implementazione alla direttiva *Shareholders'*

123. La differenza principale risiede nelle fonti: mentre negli Stati Uniti la rappresentanza assembleare nelle società non quotate è materia oggetto di disciplina di rango statale; in Gran Bretagna la regolamentazione è unica come nel resto dei paesi europei. Anche il modello di *public companies* anglosassone non è del tutto assimilabile a quello statunitense.

124. Cfr. R. PENNINGTON, *Company Law*, Londra 2001, p. 766.

125. Così M. BIANCA, *La rappresentanza dell'azionista nelle società a capitale diffuso*, cit., p. 193.

126. Sulla disciplina di diritto comune in Francia, v., *ex multis*, P. DELEBECQUE, M. GERMAIN, *Traité de droit commercial*, G. RIPERT, R. ROBOT (diretto da), XVI ed., tomo II, Parigi 2000, p. 515; M. DE JUGLART, B. IPPOLITO, *Cours de droit commercial – Le sociétés commerciales*, Parigi 1992, p. 639; e J. MESTRE, M.E. PANCAZI, *Droit commercial*, ed. XXV, Parigi 2001, p. 377.

127. È diffusa nella cultura giuridica d'oltralpe l'idea per cui tanto più soggetti estranei alla compagine societaria partecipano al dibattito assembleare quanto più l'esercizio del diritto di voto rischia di essere determinato da interessi potenzialmente divergenti da quello sociale.

Rights con l'*ordonnance n. 2010-1511*¹²⁸, a cui il testo di legge rinvia in forza del disposto normativo dell'art. 38 della carta costituzionale francese. In tale sede, la sezione terza, capitolo quinto, libro secondo (artt. da L.225-96 a L.225-126) del *Code de commerce*, relativa all'assemblea, è stata modificata nel senso di recepire le disposizioni comunitarie volte alla tutela dei diritti degli azionisti¹²⁹.

È rimasta immutata, tuttavia, la previsione della delega in bianco al presidente dell'assemblea che fu prevista dalla *Loi n. 83-1 du 3 janvier 1983* con l'introduzione del co. 4 all'art. 161 della *Loi n. 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales* dal 2000 trasfusa all'art. L.225-106 del *Code de commerce*¹³⁰.

Questo singolare istituto, tipicamente francofono, consente al presidente dell'assemblea di raccogliere deleghe adesive all'operato dell'organo di amministrazione ed esprimere per il tramite di esse un voto conforme alle proposte presentate o comunque supportate dagli amministratori¹³¹.

128. Trattasi dell'*ordonnance n. 2010-1511 del 9 dicembre 2010* «portant transposition de la directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées».

129. Per quanto attiene l'ordinamento francese è stato tenuto conto anche di quanto è emerso dal seminario tenutosi presso la Fondazione Bruno Visentini a Roma il 15 febbraio 2013 con il dott. Aldo Sicurani, già segretario generale della *Fédération des Investisseurs Individuels et des Clubs d'investissement*.

130. Cfr. J.P. VALUET, A. LIENHARD, *Code des sociétés et des marchés financiers*, ed. XXX, Relié 2014, p. 583; Y. GUYON, *Droit des affaires*, ed. X, Parigi 1999, p. 301 e ID., *La «corporate governance» en droit français*, in *Riv. soc.*, 1999, p. 20.

131. In Italia l'istituto più affine è quello del rappresentante designato. Al riguardo riporto quanto si è già scritto in G.N. ANTICHI, *Le Funzionalità delle assemblee: l'attuale legislazione nel confronto internazionale*, cit., pp. 621-623, per cui la figura del rappresentante designato (135-undecies TUF), assente nella SHRD, è stata prevista dal legislatore italiano allo scopo di facilitare l'espressione del voto per delega da parte dei soci. Le società, salvo clausola statutaria derogatoria, sono tenute a designare, per ciascuna assemblea, un soggetto incaricato di ricevere le deleghe ed ad indicarne l'identità nell'avviso di convocazione ai sensi dell'art. 125-bis, co. 4, n. 3, TUF. Coloro ai quali spetta il diritto di voto possono conferire al rappresentante designato, entro il secondo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea in prima o unica convocazione, una delega con istruzioni di voto su tutte o alcune delle proposte all'ordine del giorno. La delega è conferita mediante la sottoscrizione di un modulo il cui contenuto minimo è disciplinato dalla Consob con il *Regolamento Emittenti*. La previsione espressa delle istruzioni di voto sembra indicare come, in sostanza, il rappresentante designato altro non sia che un *nuncius*, un mero collettore di deleghe, chiamato semplicemente a riferire una preferenza già maturata ed espressa su un modulo da colui che abbia diritto al voto. Peraltro, la delega ha effetto per le sole proposte in relazione alle quali siano conferite istruzioni di voto. In assenza di specifiche istruzioni da parte del rappresentato, pertanto, il voto espresso dal rappresentante, laddove determinante, è idoneo ad inficiare la delibera, impugnabile ai sensi dell'art. 2377 c.c.; conseguenza quest'ultima che sembra evincersi dallo stesso dettato normativo, che commina espressamente l'invalidità della delega in mancanza di istruzioni, un'inefficacia che non inerisce al solo rapporto tra rappresentante e rappresentato, bensì a fronte della esteriorizzazione del vincolo operata dalla norma che eleva la mancanza di istruzioni ad inefficacia della delega, essa concerne, piuttosto, la regolarità del procedimento assembleare. Con il *d.lgs. 91/2012* è stato chiarito, da una parte, che la scelta tra la designazione o meno di tale rappresentante spetta unicamente allo statuto, escludendosi la possibilità di demandare tale decisione all'organo amministrativo, e, dall'altra, che al soggetto designato come rappresentante non possono essere conferite deleghe, se non nel rispetto della disciplina sul conflitto di interessi di cui all'art. 135-decies TUF, per la quale è escluso

Precedentemente ad ogni assemblea, il presidente dell'organo di amministrazione invita gli azionisti a nominare uno o più delegati (art. L225-102). Per le deleghe in bianco, il presidente dell'assemblea, che il più delle volte coincide con il presidente dell'organo amministrativo, vota a favore dell'adozione di *progetti di risoluzione* (in Italia, proposte di delibera) presentati dall'organo amministrativo e contro l'adozione di tutti gli altri *progetti di risoluzione*.

Chiunque svolga attività di sollecitazione offrendosi, direttamente o indirettamente, di rappresentare, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, uno o più azionisti alla assemblea delle società incluse nei commi 3 e 4 dell'art. L225-106, deve pubblicare la sua politica di voto. Può inoltre rendere pubbliche raccomandazioni di voto sul *progetto di risoluzione* presentato all'assemblea¹³².

che il delegato possa discostarsi dalle istruzioni ricevute in forze dell'espressa inapplicabilità dell'art. 1711, co. 2, c.c., trattandosi di ipotesi già regolata nella normativa speciale che rende superfluo il riferimento al codice civile. All'art. 134, co. 2, *Reg. Emitt.*, infatti, la *Consob* è intervenuta riconoscendo al rappresentante designato la facoltà di esprimere ugualmente il voto in nome e per conto del rappresentato, ma discostandosi dalle istruzioni ricevute qualora sopravvengano circostanze di rilievo che non possano essere comunicate al delegante e qualora sia ragionevole ritenere che il delegante stesso avrebbe adottato la medesima decisione se le avesse conosciute, o, ancora, quando vengano modificate e/o integrate le proposte di deliberazione sottoposte all'assemblea. In altri termini, tale disposizione ha riconosciuto la possibilità di discostarsi dalle istruzioni di voto conferite dal rappresentato, eccetto nell'ipotesi in cui a promuovere una richiesta di conferimento di deleghe sia la stessa emittente, verosimilmente perseguendo la necessità di preservare una tale situazione da condotte estorsive a danno dei soci. Alla luce di quanto riportato vi è da chiedersi se il rappresentante designato dalla società, che si configura certamente come un soggetto vicino alla realtà societaria se non addirittura espressione della stessa e, dunque, con il rischio di condotte abusive e di conflitti in *nuce*, non meriti anch'esso la scelta che il regolatore ha adottato nell'ipotesi in cui a promuovere la sollecitazione sia la società emittente. Pertanto, la previsione adottata potrebbe dar luogo a forme di abuso che avrebbero potuto essere evitate adottando, per esempio, la soluzione che è stata accolta nel voto per corrispondenza, che avrebbe permesso all'azionista di poter modificare la propria proposta ma, al tempo stesso, che avrebbe escluso qualsiasi tipo di ingerenza o scelta discrezionale del rappresentante. La norma regolamentare, sterilizzando completamente la portata restrittiva dei primi commi dell'art. 135-*undices* TUF, apre spazi interpretativi differenti della qualificazione giuridica del rappresentante allorché gli riconosce, in taluni casi, la possibilità di discostarsi da istruzioni di voto. Questa apertura da parte del regolatore potrebbe dar luogo a problematiche operative e ad abusi, soprattutto laddove il rappresentante designato, non conoscendo il rappresentato, né gli interessi che questi volesse tutelare, non ha a disposizione gli strumenti e le conoscenze necessarie per discernere quale sarebbe stato (in caso di eventi straordinari ovvero di modifiche e/o integrazione dell'ODG) il volere del soggetto che egli sta rappresentando, o meglio, le cui istanze è chiamato a riportare in sede assembleare. Si noti come nelle scorse stagioni assembleari, le poche società quotate che hanno messo a disposizione dei propri azionisti il modulo per il conferimento della delega al rappresentante designato (altrettanto esiguo è il numero di azionisti che lo ha realmente fatto), specificavano come, nel caso in cui si fossero verificate circostanze ignote ovvero in caso di modifica o integrazione delle proposte presentate all'assemblea, il rappresentante designato, pur non trovandosi in alcuna delle condizioni di conflitto di interessi previste nell'art. 135-*decies* TUF, non avrebbe espresso un voto difforme da quello indicato nelle istruzioni di voto ricevute. Nel modulo, pertanto, non era prevista la possibilità di autorizzare il rappresentante designato a votare in modo difforme dalle istruzioni ricevute.

132. In Francia, nell'adottare la *SHRD*, è stata posta l'attenzione sulle informazioni in *tempo reale*. Infatti, è stato previsto che i progetti di risoluzione presentati dai soci debbano essere pubblicati sul

La maggior parte dei commentatori francesi ritiene che, mentre l'obiettivo della direttiva era quello di porre fine ai potenziali conflitti d'interesse limitanti la libertà di voto degli azionisti¹³³, l'ordinanza abbia inteso implementarla nel senso contrario, ovvero di tenere a freno gli azionisti di minoranza — soprattutto quelli stranieri — dall'utilizzazione del sistema della delega del diritto di voto.

Il novellato art. L.225-106 è assai discutibile, se non altro perché, secondo il nuovo co. 4, le norme ivi contenute non si applicano all'ipotesi di delega ricevuta dal presidente dell'assemblea, violando così il primo fondamentale principio della parità di trattamento tra azionisti. In particolare, l'art. L.225-106-1 relativo al conflitto di interesse non si estende ai numerosi regimi di rappresentanza degli azionisti-lavoratori previsti dall'ordinamento francese, anche se mediamente in Francia il 4% del capitale della CAC 40¹³⁴ è detenuto da fondi di investimento dei dipendenti¹³⁵.

L'art. L.225-106-2, contenente una disposizione che apparentemente non compare nella direttiva, impone al delegato di rendere note le proprie intenzioni di voto precedentemente all'assemblea, per le quali è ritenuto vincolato e responsabile nei confronti dell'azionista/delegante. Tuttavia, quando è il presidente dell'assemblea a beneficiare del conferimento delle deleghe (e, pertanto, nella quasi totalità dei casi), non si applica né la disposizione circa la pubblicazione delle intenzioni di voto né quella relativa ai conflitti d'interesse, neutralizzando così ogni portata innovativa dell'attuale testo di legge¹³⁶.

sito internet e che per un periodo continuativo, a partire dal ventunesimo giorno precedente la data dell'assemblea (sino al giorno dell'assemblea, compreso), l'emittente debba, sul suo sito internet, per fornire ai propri soci le informazioni per consentire loro l'espressione di un voto consapevole e cosciente mettendo a disposizione i verbali delle assemblee precedenti, le relazioni da presentare all'assemblea ed i progetti di risoluzione. Devono essere forniti anche i moduli per il voto per delega o per corrispondenza, a meno che tali formulari non siano inviati direttamente a ciascun azionista presso il proprio domicilio.

133. Si pensi, ad esempio, al *Blank Vote* per la nomina del presidente dell'organo amministrativo, ovvero al voto non-indipendente dei dipendenti azionisti.

134. Espressione che indica le maggiori quaranta società quotate dell'indice del mercato azionario parigino.

135. È risaputo che tali fondi di investimento sono spesso volte dipendenti dalla *Governance* dell'emittente a causa dell'ingerenza che quest'ultima esercita sull'organo di amministrazione delle SGR che gestiscono i fondi medesimi.

136. Parte della dottrina francese, molto critica e scettica rispetto a come è stata implementata la SHRD che a loro dire è stata tradita, ritiene che con l'art. L.225-106-3 il legislatore abbia raggiunto l'apice dell'ipocrisia normativa nel prevedere che l'azionista possa adire il tribunale commerciale nell'ipotesi di violazione degli obblighi di cui all'art. L.225-106-1, commi 2-6, e all'art. L.225-106. È noto che la pubblicazione della politica di voto nel caso di delega non è in grado di ricomprendere tutti gli aspetti essenziali della votazione vista la complessità di molte delibere assembleari (come, per esempio, l'approvazione di un progetto di fusione, di una operazione con parti correlate o addirittura l'elezione del c.d.a.), con il risultato che, in queste tipologie di votazione, l'azionista è all'oscuro dell'oggetto e gli amministratori possono procedere alla gestione dell'ordine del giorno discrezionalmente.

È anche vero, però, che nell'ipotesi in cui l'emittente spedisca alla residenza dell'azionista il modulo per la delega del voto al presidente dell'assemblea, quest'ultimo non potrà configurarsi quale delegato, quanto piuttosto mero *nuncius*, alla stregua del nostro rappresentante designato, esonerato da tutto quanto appena detto, poiché il socio che decide di conferirgli il voto è cosciente che trattasi di una delega in bianco a favore dell'operato dell'amministrazione in carica¹³⁷.

3.7.4. *Il Depotstimmrecht in Germania*

Un meccanismo alternativo anch'esso finalizzato all'incetta di voto è stato negli anni collaudato in Germania ed ha preso il nome di *Depotstimmrecht*¹³⁸.

Il mercato finanziario di Francoforte sul Meno è fortemente caratterizzato da una visione istituzionale degli istituti bancari. Sotto questo profilo, alcune somiglianze sono ravvisabili con il nostro ordinamento¹³⁹, tanto che la questione legata alle deleghe di voto affidate alle banche per mezzo dei contratti di deposito bancario di titoli in amministrazione è stata assai discussa anche in Italia sino a metà degli '70¹⁴⁰.

Nel cosiddetto *Capitalismo Renano* le tre principali *Grossbanken*, ovvero Deutsche Bank, Dresdener Bank e Commerz Bank, conservano oltre il 45% dei voti esercitabili in assemblea, pur detenendo partecipazioni minoritarie attorno al 5%¹⁴¹. L'influenza diretta sugli amministratori è talvolta ai limiti del corretto governo societario. Ciò che ad ogni modo tiene in equilibrio il sistema risiede nella piena fiducia che il pubblico ripone in questi istituti bancari, visti come vere e proprie istituzioni forse anche grazie alla struttura pubblica dell'azionariato.

137. In tal senso, G. RIPERT, R. ROBLLOT, *Traité de Droit Commercial*, ed. XV, tomo I, Parigi 1993, p. 899.

138. V. S. GRUNDMANN, F. MÖSLEIN, *Chapter 4: Germany*, in AA.VV., *Public Companies and the Role of Shareholders. National Models towards Global Integration*, Kluwer Law International, 2011, pp. 139 e ss. Per un quadro storico sulle società azionarie in Germania, si consiglia anche W. SCHILLING, *L'evoluzione del diritto delle società nel dopoguerra in Germania*, in *Riv. soc.*, 1957, p. 177; G. BALP, *Le società azionarie in Germania alla fine del 2000*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 968.

139. Perlomeno sul piano della rappresentanza in assemblea qualche elemento in comune si registra anche nel diritto positivo; cfr., ad es., T. BAUMS, *Shareholder Representation and Proxy Voting in the European Union*, cit., p. 12.

140. Nel '74 in Italia venne approvata la celeberrima legge n. 216/74 che ne impose il divieto. Il timore era – come lo è tutt'oggi anche in Germania – che le banche, purché senza partecipazioni dirette nel capitale, divenissero per mezzo dell'esercizio dei diritti di voto dei piccoli azionisti depositanti i principali attori delle più grandi imprese di mercato. Da qui l'esigenza di porre specifiche restrizioni in ordine sia all'informativa bancaria sia alle modalità di esercizio del voto delegato.

141. Laddove l'istituto bancario detenga una partecipazione diretta maggiore al 5% il par. 135 del *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich* del 1998 prevede che la banca non può più assumere deleghe di voto durevoli, dovendo viceversa raccogliercle per ogni singola assemblea.

D'altra parte, il ruolo alternativo al sistema bancario rivestito dalle associazioni di azionisti non ha mai raggiunto il successo sperato neanche in Germania.

L'unica via per evitare un'eccessiva commistione tra comparto creditizio e quello industriale era ed è restituire importanza alla disciplina del rapporto negoziale sottostante il conferimento della rappresentanza assembleare¹⁴². Le precauzioni adottate dal legislatore tedesco sono affidate ai paragrafi 126 e seguenti dell'*Aktiengesetz* del 1965¹⁴³ e dal *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich* del 1998¹⁴⁴.

All'azionista teutonico può essere richiesto il potere di rappresentanza da parte della banca solo per mezzo di un negozio distinto dal contratto di deposito di durata massima di quindici mesi e sempre revocabile¹⁴⁵. Al ricevimento dell'avviso di convocazione la banca deve trasmettere all'azionista il testo delle proposte di delibera con l'espressione dell'indirizzo di voto che seguirà in caso di mancate istruzioni da parte del socio¹⁴⁶.

Il *Depotstimmrecht* differisce marcatamente dalle *proxy rules* sotto svariati profili¹⁴⁷: in primo luogo, l'evento di richiesta «forzosa» di delega nella sollecitazione di deleghe è sporadico ed eventuale, mentre in Germania è frutto di una scelta maturata dal socio precedentemente nell'ambito di un rapporto stabile e continuativo con la banca¹⁴⁸. E poi l'emittente, per mezzo del proprio *Management*, non può raccogliere deleghe come invero succede nella maggior parte dei casi nelle *Proxy Solicitation* statunitensi.

Nonostante l'innegabile capacità di pressione che il sistema bancario ha su gli organi di gestione delle grandi imprese tedesche, l'altrettanto evidente indipendenza delle banche anche nelle indicazioni di voto dal *Management* delle società emittenti è comunque garanzia di corretta gestione delle deleghe di voto¹⁴⁹.

142. Così M. BIANCA, *La rappresentanza dell'azionista nelle società a capitale diffuso*, cit., p. 198.

143. V., sul punto, U. ECKARDT, § 126 e ss., cit., p. 151, F.J. SEMLER, *Stimmrecht*, cit., p. 399.

144. Cfr. S. LENZ, *Die gesellschaftsbenannte Stimmrechtsvertretung (ProxyVoting) in der Hauptversammlung der deutschen Publikums-AG*, Duncker & Humblot, Berlin 2005; T. BAUMS – P. VON RANDOW, *Der Markt für Stimmrecht*, in AG, 1995, p. 145; T. BAUMS, *Vollmachtstimmrecht der Banken – Ja oder nein?*, in AG, 1996, p. II.

145. Nella dottrina italiana hanno approfondito l'istituto in parola L. MENGONI, *La rappresentanza del socio in assemblea secondo il progetto tedesco di riforma della legge sulle società per azioni*, cit., p. 303; B. LIBONATI, *Recenti tendenze del diritto germanico in tema di società e cartelli*, in Riv. soc., 1957, p. 896.

146. Nel caso in cui l'azionista esprima istruzioni di voto, queste dovranno ritenersi vincolanti per la banca. Il socio può anche inserire nel modulo proposte da sottoporre all'assemblea, come anche avanzare designazioni per la candidatura alle cariche sociali.

147. V. D.G. SMITH, *A Comparative Analysis of the Proxy Machinery in Germany, Japan, and the United States: Implications for the Political Theory of American Corporate Finance*, in U. Pitt. L. Rev., 58, 1996–1997, p. 145.

148. È stato empiricamente dimostrato che ben il 98% degli azionisti concordata con gli orientamenti di voto suggeriti dalle banche.

149. Così T. BAUMS, *Il Sistema di "corporate governance" in Germania ed i suoi recenti sviluppi*, cit., p. I e M.J. ROE, *Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan, United States*, cit., p. 1927.

3.7.5. *Il regime speciale delle sociedades cotizadas spagnole*

La sollecitazione di deleghe è disciplinata anche nella penisola iberica agli artt. 184–187, in particolare all'art. 186, poi agli artt. 522–524 e 526 del *Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio – Ley de Sociedades de Capital*, che a sua volta riprende e modifica la *Ley de Sociedades Anónimas* del 1989¹⁵⁰.

Già nel 2003¹⁵¹ il legislatore madrileno introduceva la possibilità di esercitare il voto per mezzo di comunicazione a distanza, nonché il divieto di esercizio del diritto di voto da parte degli amministratori in conflitto d'interesse a sensi dell'art. 514 LSC¹⁵².

La sollecitazione di deleghe, anche grazie alla *Ley 25/2011*¹⁵³ di recepimento della direttiva *Shareholders' Rights*, è divenuta un tassello fondamentale nel governo delle società quotate spagnole, con l'obiettivo anche qui di agevolare la partecipazione degli azionisti e la contendibilità del controllo per mezzo del voto per delega. La *Ley 25/2011, de 1 de agosto*, in parziale riforma della *Ley de Sociedades de Capital*, ha incorporato in Spagna la *direttiva 2007/36/CE* attraverso la previsione di un regime speciale del voto per delega nelle società quotate.

La riforma, seppur limitandosi a trasporre il contenuto delle disposizioni comunitarie nell'ordinamento spagnolo¹⁵⁴, ha comunque il pregio di aver innovato gli strumenti di governo societario.

Nelle società quotate, a differenza delle società chiuse, non sono previste limitazione al voto per delega: l'unico limite è che il rappresentante non può farsi sostituire da terzi a mente dell'art. 522 LSC. La sollecitazione di deleghe può essere promossa ai sensi dell'art. 186, co. 1, LSC da chiunque ne faccia richiesta, ivi compresa l'emittente¹⁵⁵.

L'art. 187 LSC definisce la sollecitazione di deleghe come richiesta di

150. In una prospettiva anche compilativa, v. A.R. SÁNCHEZ, *La representación del accionista en la Junta general de la sociedad anónima*, Editorial McGraw-Hill, Madrid 1996.

151. V. la *Ley 26/2003, de 17 de julio*, in modifica della *Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas*, approvata con il *Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas*.

152. Nel 2005 nell'ambito della legislazione sulla società europea è stata estesa la previsione anche ai membri del Consiglio di vigilanza nei sistemi di gestione duale.

153. V. la *Ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital y de incorporación de la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas*.

154. Molti autori iberici hanno criticato il modo in cui il legislatore ha introdotto la disciplina senza alcuna integrazione sistematica con la normativa precedente, creando così incertezze nell'effettivo esercizio del diritto di voto per delega.

155. Il sistema di sollecitazione di deleghe in Spagna assume un'accezione molto più ampia rispetto alla nostra: ad esempio, si applica anche alle società non quotate, mentre in Italia quest'ultime sono espressamente escluse in quanto, data la diversa finalità di gestione, non sussistono le stesse limitazioni a tutela del voto consapevole.

conferimento della delega rivolta a più di tre soci¹⁵⁶ e non ricorre quando la richiesta di conferimento è destinata al coniuge, ascendenti o discendenti del socio né ai titolari di una procura generale rilasciata per atto pubblico.

Anche in Spagna la rappresentanza può essere conferita soltanto per singole assemblee convocate nelle forme dell'art. 184, co. 2, LSC¹⁵⁷. E la scelta di raccogliere le deleghe non adesive è rimessa al promotore in quanto, trattandosi in sostanza di un'offerta al pubblico, è stato ritenuto opportuno che lo stesso possa riservarsi il diritto di rifiutare la delega nel caso in cui le istruzioni di voto divergano con gli interessi sottesi alla sollecitazione. Viceversa, non è previsto l'obbligo di estendere la richiesta di conferimento a tutti gli azionisti, anche nel caso in cui il promotore sia l'emittente per il tramite dei propri amministratori¹⁵⁸. È legittimata altresì la previsione di un premio a fronte della partecipazione degli azionisti per mezzo di delega come mezzo per incoraggiare la partecipazione, seppur indiretta, in assemblea.

La *Dual Proxy* ed il pagamento di un premio a fronte del rilascio della delega devono, tuttavia, essere ricondotti nell'alveo normativo di cui al principio di parità di trattamento tra azionisti (art. 97 LSC) anche al fine di evitare distorsioni e disparità in relazione alle informazioni, la partecipazione e l'esercizio del diritto di voto in assemblea¹⁵⁹.

Ai sensi dell'art. 522, co. 3, LSC la delega deve essere formalizzata per iscritto o con qualsiasi mezzo di comunicazione a distanza, come già consentito dalla riforma del 2003. Gli emittenti iberici si sono dotati di sistemi di notifica elettronica della delega con l'intento di garantire l'identità dell'azionista e del rappresentante¹⁶⁰.

L'art. 186, co. 1, LSC prevede che il prospetto informativo debba contenere almeno i punti all'ordine del giorno, la richiesta per il rilascio della delega e l'indicazione di voto del rappresentante nel caso in cui l'azionista non

156. Negli Stati Uniti deve essere rivolta a più di dieci azionisti ed in Italia a più di duecento. Le restrizioni della disciplina negli altri ordinamenti hanno un'applicazione assai più estesa giacché la procedura di sollecitazione scatta anticipatamente ed indipendentemente dal numero finale di deleghe sono soddisfatte.

157. Per uno sguardo sulla disciplina di diritto comune, v. A.R. SÁNCHEZ, *Asistencia y representación en las Juntas Generales*, in *La Junta General de las sociedades de capital. Cuestiones actuales*, F. RODRÍGUEZ ARTIGAS, I. FARRANDO MIGUEL, F. GONZÁLEZ CASTILLA, R. TENA ARREGUI (diretto da), Academia Matritense del Notariado, Madrid 2009, p. 37.

158. Cfr. F.J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, *La propuesta de Directiva sobre el ejercicio transfronterizo de los derechos de voto*, in *Revista derecho de Sociedades*, 26, 2006, p. 203.

159. Così J.M. GONDRA ROMERO, *El control del poder de los directivos de las grandes corporaciones*, in *Revista Derecho Mercantil*, 269, 2008, p. 841.

160. In Italia, invero, ricade sul rappresentante la responsabilità di identificazione del delegante nonostante non sia neppure messo in condizione di poterne garantire la veridicità dei dati sulla scorta del sistema delle banche depositarie.

dia istruzioni¹⁶¹. La delega è sempre revocabile da parte del socio, anche se rilasciata nell'ambito di una procedura di sollecitazione¹⁶².

È riconosciuta, seppur non espressamente riportata nella disciplina speciale delle società quotate, la legittimità dell'esercizio del diritto di voto divergente rispetto alle istruzioni del delegante allorquando talune circostanze non erano note al momento della conferimento della delega purché l'esercizio del voto sia giustificato da ragioni volte ad evitare pregiudizio degli interessi del delegante (artt. 522, co. 4, e 524, co. 2, LSC).

Non sono previste sanzioni penali per i vertici aziendali od anche di natura amministrativa per l'ente medesimo, per il mancato rispetto delle norme imperative in materia di sollecitazione di deleghe¹⁶³. Ciò significa che il promotore di una sollecitazione non subisce alcun effetto deterrente, benché sul piano civilistico siano contemplate azioni per il risarcimento del danno ovvero per l'annullamento della deliberazione assembleare¹⁶⁴.

Ammesso come da questa breve analisi comparata emerge una sostanziale omogeneità nell'implementazione della direttiva comunitaria, almeno nella parte riferita alla sollecitazione di deleghe, anche in Spagna non si sono risparmiati critiche al proprio legislatore, il quale è stato tacciato di non aver in realtà perseguito l'intento della direttiva di garantire la partecipazione di investitori esteri nelle società quotate anche attraverso il meccanismo della sollecitazione. A dire di molti altri commentatori la riforma del 2011 si è limitata a modificare la precedente disciplina nell'ottica del contenuto comunitario senza dare organicità al sistema¹⁶⁵.

161. Come in Francia, ad esempio, è possibile rilasciare delega in bianco a favore delle proposte dell'organo di gestione al presidente dell'assemblea.

162. Ai sensi dell'art. 185 LSC la partecipazione dell'azionista all'assemblea di persona comporta la revoca implicita della delega. Le azioni rappresentate devono essere calcolate per la valida costituzione della società (art. 522, co. 5, LSC) ed il rappresentante deve necessariamente votare in assemblea secondo le istruzioni ricevute dall'azionista che devono essere conservate dal rappresentante per il periodo di un anno dalla data dell'assemblea (art. 522, co. 2, LSC).

163. Per considerazioni di questo tipo nel panorama letterario spagnolo, v. F. RODRÍGUEZ ARTIGAS, *La representación de los accionistas en la sociedad anónima*, Madrid, Editorial Civitas, 1990.

164. Così anche A. RONCERO SÁNCHEZ, *La captación del voto a través de la solicitud pública de representación: transparencia, igualdad de oportunidades y conflicto de intereses*, in *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, F. RODRÍGUEZ ARTIGAS, L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, J. QUIJANO GONZÁLEZ, A. ALONSO UREBA, L. VELASCO SAN PEDRO, G. ESTEBAN VELASCO (diretto da), Editorial Aranzadi, Pamplona 2006, p. 399.

165. F.L. SANZ, *La adaptación del derecho español a la directiva sobre derechos de socios en materia de solicitud pública de representación en sociedades cotizadas*, Working Paper IE Law School, AJ8-181, 31 gennaio 2012, p. 17, è dell'opinione che nel recepire il diritto comunitario il legislatore ispanico avrebbe dovuto procedere con maggiore attenzione ad integrare la riforma della regolamentazione della rappresentanza nell'esercizio dei diritti di voto con la progressiva disciplina nazionale. Il regime di esercizio del diritto di voto da parte degli intermediari, invero, è risultato fallace; anche sotto il profilo dei conflitti d'interesse nella rappresentazione, la riforma non è giudicata del tutto soddisfacente.

L'esperienza anche in Spagna ha rivelato l'inadeguatezza delle strutture del governo societario ad aprirsi ai nuovi mercati ed ai nuovi investitori, intaccando soltanto in minima parte il rigido controllo delle società quotate iberiche¹⁶⁶.

3.7.6. La recente esperienza nei Paesi Bassi

Nei Paesi Bassi la disciplina assembleare relativa all'esercizio del diritto di voto nella loro *Naamlooze Vennootschap* (società anonima) è contenuta nel libro secondo del codice civile olandese¹⁶⁷.

L'art. 2:117/227, co. 1, BW dispone che ciascun azionista può liberamente farsi rappresentare mediante delega scritta, salvo limitazioni dello statuto sociale, tuttavia senza fornire specifiche regole circa le modalità di acquisizione di tale delega.

Dagli anni '90 sino a giungere alla direttiva *shareholders' rights* il legislatore olandese ha intrapreso un percorso di innovazione anche nell'ottica del vecchio art. 28 della proposta di quinta direttiva societaria del 1972 in materia di rappresentanza assembleare¹⁶⁸. Fu implementata la disciplina in punto di rilascio della delega, ancorandolo alle istruzioni vincolanti da parte dell'azionista e limitando il comportamento del rappresentante in assenza di tali istruzioni¹⁶⁹.

Nell'economia del governo societario venne stabilito il principio per cui la concessione di poteri di rappresentanza nella fase preassembleare non avrebbe dovuto comportare la perdita dei diritti connessi alla partecipazione. Nella sollecitazione di deleghe doveva essere garantita la circolazione di informazioni complete e accurate, assicurando l'opportunità agli azionisti di determinare la propria posizione rispetto agli argomenti all'ordine del giorno.

Ciò presupponeva, tuttavia, che il sistema di sollecitazione non fosse accessibile solo all'organo amministrativo di una società, ma anche a gruppi di azionisti o terzi. Un dissidente, invero, doveva avere l'opportunità di

166. Per una valutazione dell'impatto della produzione normativa europea sulla disciplina spagnola, v. M. T. martínez, *La Directiva sobre el ejercicio de derechos de los accionistas en la Junta general de las sociedades cotizadas, y su impacto sobre el Derecho español*, in *Revista derecho de Sociedades*, 27, 2007, p. 39.

167. Il cosiddetto *Burgerlijk Wetboek* del 1976.

168. Cfr. L.J. POSCH, *De Naamlooze Vennootschap (Proxy solicitation)*, in *NV*, 10, 1997, p. 264 e G.M.M. GELAUFF, C. DEN BROEDER, *Governance of Stakeholder Relationships*, 1996, p. 70.

169. Se le circostanze sorgono dopo l'inizio della sollecitazione di deleghe e non possono essere note a chi già ha rilasciato la delega, il promotore non può richiedere nuove istruzioni e divergere dalle istruzioni ricevute, onde evitare il rischio di danneggiare gli interessi dell'azionista delegante. Anche il legislatore olandese, uniformandosi alla *SHRD*, ipotizza specifiche condizioni per cui il promotore è legittimato a deviare dalle istruzioni di voto nell'interesse dell'azionista, fatte salve le ipotesi di conflitto.

esprimere opinioni e critiche divergenti sulla gestione da parte degli azionisti di maggioranza.

Nel diritto olandese la sollecitazione di deleghe è stata incentrata su alcuni principi cardine come:

- a) la possibilità per l'emittente e gli azionisti di divulgare materiale informativo pre-assembleare al fine di far conoscere agli altri le politiche di voto;
- b) la possibilità per il socio delegante di revocare, ovvero mutare le istruzioni di voto anche in corso di sollecitazione di deleghe;
- c) la libertà del promotore di votare contrariamente all'istruzioni ricevute a fronte di un mutamento di circostanze.

Se si guarda tuttavia alla prassi del mercato finanziario olandese, è sorprendente notare come, nonostante l'assenza di una rigida disciplina in materia di rappresentanza assembleare, la sollecitazione di deleghe sia un evento raro. Questo non significa che non vi sia necessità della previsione di una disciplina di siffatto tenore, ma bisogna pur prendere atto che la struttura oligarchica delle società pubbliche olandesi ne impedisce un reale sviluppo.

Discorso a sé stante, anche in ragione della diversa regolamentazione, è da farsi per l'associazione degli azionisti olandese (la *Vereniging van Effectenbezitters* – VEB), che viceversa ha avuto un crescente ruolo attivo nel mondo assembleare a fronte dell'esiguo numero di sollecitazioni provenienti dagli azionisti¹⁷⁰.

La più grande campagna di sollecitazione di deleghe nei Paesi Bassi vide la luce all'inizio del 1988 e fu condotta nel quadro della vicenda *Nedlloyd-Hagen*. All'epoca l'investitore norvegese Torstein Hagen fece uso di teste di legno per aggirare la limitazione dei diritti di voto previste dallo statuto della *Nedlloyd* reclutati attraverso annunci sulla stampa nazionale. L'idea di Hagen era attribuire il diritto di voto a suoi adepti per opporsi ad una proposta dell'organo amministrativo della *Nedlloyd* avente ad oggetto la modifica dell'esercizio del diritto di voto per delega.

In seguito a questa vicenda, nel 1991, attraverso l'acquisizione di deleghe da parte del sig. Hagen ed una associazione di azionisti locale fu raggiunta la maggioranza per l'approvazione del bilancio annuale della *Nedlloyd* con riferimento all'esercizio precedente.

L'introduzione di un efficace sistema di sollecitazione di deleghe anche nell'ordinamento olandese ha perseguito, come anche negli altri sistemi giuridici occidentali, l'obiettivo di miglioramento della democrazia aziona-

170. Cfr. C. MYERS, *Global Shareholder Service Proxy Voting Guide 1995*, in *IRRC*, 1994, p. 4.

ria nel senso della creazione di un'auspicabile uguaglianza tra azionisti nel processo decisionale¹⁷¹.

Tuttavia, sull'aspetto dell'identificazione degli azionisti si registra una collisione tra l'esigenza di informativa pre-assembleare e l'anonimato tipico delle società quotate olandesi. Particolare delicatezza è stata riposta nella disciplina circa il trasferimento di informazioni tra emittenti, banche depositarie e gli azionisti in ordine alla riservatezza e conservazione dei dati personali dei soci.

Per cercare di ridurre al minimo l'abuso di questo meccanismo di acquisizione delle deleghe sono stati invero previsti nei Paesi Bassi alcuni accorgimenti, come in Italia, circa i limiti temporali e spaziali sia della richiesta di conferimento sia della delega sollecitata con il fine di garantire la consapevolezza dell'azionista sollecitato.

Anche nei Paesi Bassi la divulgazione di informazioni incomplete o fuorvianti determina una violazione dei principi di ragionevolezza e correttezza di cui all'art. 2:8 BW, con conseguente proponibilità dell'azione di annullamento della deliberazione assembleare sulla base dell'art. 2:15, co. 1, lett. b), BW ed eventuale richiesta di risarcimento danni nei confronti del promotore¹⁷².

La previsione di sanzioni, tuttavia, presuppone dal punto di vista della deterrenza che vi sia un'autorità indipendente preposta al monitoraggio del mercato¹⁷³. Il compito è stato affidato nei Paesi Bassi dal 2002 alla *Autoriteit Financiële Markten* (il cui predecessore era la *Stichting Toezicht Effectenverkeer* – STE) che è tra l'altro responsabile del monitoraggio e controllo in materia di sollecitazione di deleghe.

Nei Paesi Bassi non sono imposte restrizioni alla promozione di una sollecitazione di deleghe¹⁷⁴: l'accesso è consentito a tutti gli azionisti senza requisito di possesso azionario. Anche i terzi possono farsi promotori purché portatori di un legittimo interesse nel governo societario¹⁷⁵. La completa

171. Nel nostro ordinamento come anche in quello olandese, ma a differenza degli Stati Uniti, l'esigenza di controbilanciare il potere di auto-perpetuazione degli amministratori in carica non assurge a bisogno primario del legislatore in quanto nel continente europeo la problematica si pone piuttosto sul piano *principle to principle*, ovvero tra azionisti di maggioranza e quelli di minoranza. Non a caso, dietro le politiche industriali del *management* dei grandi gruppi europei vi è quasi sempre l'intervento decisivo del socio di maggioranza che ne determina le sorti.

172. Effettivamente il risultato di una incompleta o fuorviante sollecitazione di deleghe ha come effetto che le informazioni fornite dal promotore sono tali da determinare una potenziale perdita di valore del titolo sul mercato. Pertanto, pur non essendo così agevole la prova del danno, il vantaggio della previsione di una sanzione risiede nell'effetto deterrente.

173. In questo senso, M. KOELEMEEIJER, *Volmacht en Aandeelhouders*, in *Onderneming en 5 jaar nieuw burgerlijk recht*, Nijmegen, 1997, p. 25.

174. V. Relazione della commissione olandese per la *Corporate Governance* (*Rapport van de Commissie Corporate Governance, Aanbevelingen inzake Corporate Governance*, 1996, pp. 22 e 26).

175. Almeno sarebbe l'auspicio di J.M.M. MAEIJER, *Vertegenwoordiging en volmacht*, in *Problemen rondom de algemene vergadering*, n. 45 – Istituto Van der Heijden, Kluwer–Deventer, 1994, pp. 119 e ss.

apertura del sistema di accesso alla sollecitazione consente così ampia cooperazione tra le banche depositarie ed emittenti¹⁷⁶.

3.7.7. *La nuova direttiva 2017/828/UE che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti*

La nuova direttiva 2017/828 in materia dei diritti degli azionisti¹⁷⁷, entrata in vigore lo scorso 9 giugno 2017, tocca questioni che, seppur ai margini della rappresentanza assembleare, sono inscindibilmente legate alla medesima: da una parte, il miglioramento della trasparenza dei consulenti in materia di voto¹⁷⁸ e, dall'altra, l'agevolazione dell'esercizio dei diritti conferiti dai titoli da parte degli investitori (esteri).

Quanto al primo punto, la direttiva introduce l'art. 3–*undecies* alla precedente direttiva prevedendo l'obbligo per i consulenti in materia di voto di adottare e applicare misure adeguate per garantire che le loro raccomandazioni di voto siano accurate e affidabili, basate su un'analisi approfondita di tutte le informazioni di cui dispongono e non influenzate da conflitti di interesse, esistenti o potenziali, o da relazioni commerciali. In base a detto articolo i consulenti in materia di voto saranno tenuti a rendere pubbliche talune informazioni fondamentali riguardanti la preparazione delle loro raccomandazioni di voto e ad informare i loro clienti e le società quotate interessate in merito ai conflitti di interesse, esistenti o potenziali,

176. Così J.W. WINTER, *Ontwikkelingen in het effectenverkeersrecht*, in *NV*, 74, 1996, p. 34 che sottolinea come anche nei Paesi Bassi si è posta la questione delle gravi conseguenze che possono scaturire dall'abuso della sollecitazione di deleghe. Forte è stato anche il loro interesse alle regole di prevenzione e garanzia del sistema, nonché l'attribuzione di un attento ruolo di vigilanza da parte della *Autoriteit Financiële Markten*.

177. Per accedere al testo si v. il seguente sito web <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32017L0828www.eur-lex.europa.eu>.

178. Per approfondire la figura dei *Proxy Advisors* e la loro operatività all'interno del mercato finanziario europeo si suggerisce la lettura di una recente monografia in lingua spagnola, v. A. GALLEGO CÓRCOLES, *Asesores de voto (proxy advisors) y el ejercicio del derecho de voto en las sociedades cotizadas*, Revista de derecho de sociedades, Monografia n. 42, ed. I, 2014, nonché lo studio del ruolo dei consulenti in materia di voto in Germania ed in Europa da parte di H. FLEISCHER, *Proxy Advisors in Europe: Reform Proposals and Regulatory Strategies*, Max Planck Private Law Research Paper No. 12/4, European Company Law, vol. IX, 2012 e ID., *Zukunftfragen der Corporate Governance in Deutschland und Europa*, cit., pp. 155–181. Giova in ogni caso ricordare anche i numerosi articoli della dottrina statunitense sull'argomento, come, ad esempio, J. CHOI, J. FISCH, *Director Elections and the Role of Proxy Advisors*, in *Southern Calif. L. Rev.*, 61, 2008, pp. 315–354; J. CHOI, J.E. FISCH, M. KAHANT, *Director Elections and the Role of Proxy Advisors*, in *S. Cal. L. Rev.*, 82, 2008–2009, p. 649; ID., *Director Elections and the Influence of Proxy Advisors*, in *NYU Law and Economics Research Paper No. 08–22*, maggio 2008; ID., *The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?*, in *Emory Law Journal*, 59, 2009, pp. 869–918; J. CARNEY, *Why Should you be Worried About Proxy Advisory Firms?*, in *NetNet*, 26 ottobre 2010; Y. ALLAIRE, *Proxy Advisors: Who are these Guys?*, in *Financial Post*, 11 maggio 2012 e T.C. BELINFANTI, *The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry*, cit., p. 384.

o alle relazioni commerciali che possono influenzare l'elaborazione delle raccomandazioni di voto.

Una seconda problematica strettamente legata all'operatività dei *proxy advisors*, già sollevata da molti Paesi membri, riguarda l'identificazione degli azionisti. L'articolo 3-bis prescrive agli Stati membri di garantire che gli intermediari offrano alle società quotate la possibilità di conoscere l'identità dei propri azionisti¹⁷⁹. Gli intermediari dovranno, su richiesta dell'emittente, comunicare senza indugio il nome, i recapiti degli azionisti e, se persone giuridiche, anche il numero REA¹⁸⁰. Tuttavia, al fine di proteggere il trattamento dei dati personali degli azionisti tali informazioni non possono essere usate a fini diversi dall'agevolazione dell'esercizio dei diritti degli azionisti e non potranno essere conservate per un periodo superiore a ventiquattro mesi.

Il flusso di informazione nondimeno deve essere garantito anche nel senso opposto: in altri termini, anche le società emittenti sono tenute a fornire e a trasmettere agli intermediari, e questi tra di loro, le informazioni connesse all'esercizio dei diritti conferiti dalle azioni in maniera standardizzata e tempestiva (art. 3-ter e 3-quater).

In ogni caso sarà riservato agli Stati membri il potere di adottare atti di esecuzione per garantire un sistema efficiente ed efficace per l'identificazione degli azionisti, la trasmissione delle informazioni e l'agevolazione dell'esercizio dei diritti degli azionisti.

179. Se una catena di detenzione comprende più intermediari, la richiesta della società e l'identità e i recapiti degli azionisti sono trasmessi tempestivamente da un intermediario all'altro.

180. È in corso a livello internazionale l'elaborazione di un identificativo unico delle persone giuridiche. Il Consiglio per la stabilità finanziaria (FSB) ha predisposto un progetto già approvato dal G20 al fine di garantire dati coerenti e comparabili. Si tratta di un elemento essenziale in quanto rende più facile rintracciare le società in situazioni transfrontaliere, grazie a ricerche centralizzate mediante sistemi elettronici. Il regolamento relativo al miglioramento del regolamento titoli nell'Unione europea e ai depositari centrali di titoli e recante modifica della direttiva 98/26/CE garantirà che le azioni delle società quotate siano rappresentate mediante scritture contabili.

I diversi profili applicativi del problema nei metodi e nelle forme di sollecitazione

4.1. La sollecitazione di deleghe da parte dell'emittente

Nello sfogliare manuali, monografie, saggi ed articoli in materia di sollecitazione di deleghe¹ solo raramente ci si imbatte in testi dottrinali in cui siano espresse a chiare lettere le svariate forme con cui la sollecitazione di deleghe può essere promossa e con quali rischi di *Governance*².

Con tale intento, dunque, si suddivide le forme di sollecitazione di deleghe utilizzando due differenti criteri: una prima categorizzazione di sollecitazioni in base a chi detiene l'iniziativa, distinguendo quelle promosse dall'emittente, da azionisti o da terzi; ed una seconda con riguardo alle modalità di esecuzione della sollecitazione stessa, ovvero se avviene per mezzo di intermediari, gestori fiduciari, banche o ancora con l'ausilio dei consulenti in materia di voto.

Inizialmente ci si soffermerà sulla sollecitazione di deleghe da parte dell'emittente per poi trattare la sollecitazione di deleghe da parte di azionisti,

1. Si riportano alcune delle letture straniere affrontate: T. BAUMS, *Shareholder Representation and Proxy Voting in the European Union*, cit., p. 12; T. BAUMS, R. SCHMITZ, *Shareholder Voting in Germany*, Goethe University of Frankfurt Am Main – Paper No. 76; J.E. BETHEL, S.L. GILLAN, *The Impact of the Institutional and regulatory Environment on Shareholder Voting*, in *Financ. Manage.*, 31, 2002, p. 5; L. ENRIQUES, *L'azionista riscopre l'assemblea*, in *Il Sole 24 Ore*, 7 luglio 2011; S. BRUNO, E. RUGGIERO, *Public Companies and the Role of Shareholders. National Models towards Global Integration*, cit., p. 11; M. HABERSACK, P.O. MÜLBERT, M. SCHLITT, *Unternehmens-finanzierung am Kapitalmarkt*, ed. II, Verlag Dr. Otto Schmidt, Köln 2008.

2. In pochi, e principalmente localizzati negli Stati Uniti, hanno affrontato in maniera organica i meccanismi allocativi di spesa nella sollecitazione di deleghe; cfr., tra i più importanti, E.R. ARANOW, H.H. EINHORN, *Proxy Contests for Corporate Control*, cit., p. 1; L.A. BEBCHUK, M. KAHAN, *A Framework for Analyzing Legal Policy Towards Proxy contests*, cit., p. 1071; D.M. FRIEDMAN, *Expenses of Corporate Proxy Contests*, in *Col. L. Rev.*, 51, 1951, p. 951; S.W. MINTZ, *Use of Corporate Funds for Proxies and Other Expenses in Fight Over Corporate Management*, in *N.Y.U. Intra. L. Rev.*, 8, 1953, p. 90; L.S. MACTINGER, *Proxy Fight Expenditures of Insurgent Shareholders*, in *Case W. Res. L. Rev.*, 19, 1968, p. 212; F.C. LATCHAM, F. D. EMERSON, *Proxy Contest Expenses and Shareholder Democracy*, in *Western Res. L. Rev.*, 4, 1952, p. 5; L.D. STIFEL, *Shareholder Proxy Fight Expenses*, in *Clev.-Marshall L. Rev.*, 8, 1959, p. 339; note, *Corporations. Powers of Stockholders. Stockholders can Reimburse Victorious Insurgents from Corporate Treasury for Proxy Solicitation Expenses*, in *Harv. L. Rev.*, 69, 1956, p. 1132; note, *Corporations – Payment of Proxy Solicitation Expenses – an Aspect of Corporate Democracy*, in *N.Y.U. L. Rev.*, 31, 1956, p. 825.

che in Italia è stata regolata in maniera del tutto paritetica alla sollecitazione di deleghe da parte dell'emittente³, e dei diversi modi di sollecitazione tramite intermediari, gestori fiduciari, banche e/o consulenti in materia di voto.

Sulla premessa che vi è un'evidente sperequazione tra la posizione dell'emittente e quella degli azionisti in rapporto alla capacità di finanziamento di una sollecitazione di deleghe⁴, si intende anche analizzare nel successivo capitolo quinto come ed in che limiti gli amministratori, nel contesto della sollecitazione di deleghe da parte dell'emittente, dovrebbero porre a carico della stessa i costi di sollecitazione.

Nello specifico il riferimento va all'ipotesi in cui gli amministratori, non come soci o terzi, bensì nella veste di rappresentanti organici dell'emittente, impegnino quest'ultima a promuovere una sollecitazione. Mentre negli USA l'accesso ai fondi societari è sempre consentito, in Italia il legislatore ha assicurato maggiore parità di trattamento tra i *challengers* impedendo agli amministratori, promotori in proprio, di attingere dalle casse societarie. Tuttavia, il problema permane anche laddove questi si facciano promotori, per il tramite dell'emittente, fintanto che l'interesse latente alla sollecitazione sia il loro personale o di parte e non quello della società⁵.

4.1.1. La questione dogmatica

Si è detto che il ruolo del promotore è stato liberalizzato anche nel nostro ordinamento, il quale nell'arco di pochi anni ha subito una rivoluzione copernicana in ambito assembleare⁶. Quest'ipotesi, tuttavia, genera forti dubbi in ordine agli evidenti profili di conflitto d'interesse; se invero l'emittente si mobilita con le proprie finanze e per mezzo dei propri amministratori a promuovere una sollecitazione, questa necessariamente è svolta nell'interesse degli azionisti di maggioranza. L'effetto "perverso" di una disposizione di questo tenore porta a ritenere che, a prescindere dalle molteplici cautele poste a garanzia dell'azionista di minoranza sollecitato⁷, comunque l'impostazione sistematica è a suo sfavore giacché non gli garantisce il supporto economico e finanziario su cui basare una propria ed alternativa sollecita-

3. La scelta ontologica del nostro legislatore è stata dettata da un principio di sostanziale parità di trattamento tra gli amministratori e gli azionisti, onde evitare sperequazioni formali (ma, nei fatti, non anche sostanziali) a vantaggio del *management*. In particolare evidenza viene messa da P.G. Jaeger, *Convenzioni di voto – rappresentanza azionaria*, cit., p. 698.

4. L'assunto sarà dimostrato *infra* § 18.

5. Anche A. TUCCI, *op. cit.*, p. 445, ritiene che nella disciplina statunitense sussistano considerevoli asimmetrie nelle posizioni degli amministratori in carica e degli azionisti sfidanti.

6. V., al riguardo, N. MICHIELI, *op. cit.*, pp. 259 e 265.

7. Basti pensare alle limitazioni entro le quali l'emittente promotore è tenuto ad esprimere il voto delegato, più approfonditamente affrontate *infra* § 12.2.

zione di deleghe che, viceversa, gli azionisti di maggioranza si procurano per il tramite dell'emittente⁸.

Se davvero questo è il nocciolo della questione che sta alla base anche della dicotomia rischio e voto, si è tenuti a comprendere come poter far funzionare la previsione della sollecitazione di deleghe direttamente da parte dell'organo di gestione, anche per mezzo di intermediari e/o consulenti in materia di voto, all'interno dell'architettura assembleare⁹.

4.1.2. Le limitazioni previste dall'art. 138 Reg. Emitt.

Una sollecitazione promossa dall'emittente mette in discussione molti principi in materia assembleare, ed in generale anche quelli posti a fondamento del corretto governo dell'impresa. Tuttavia, gli unici due limiti (non concettuali, bensì operativi) entro i quali l'emittente promotore esprime il voto delegato sono i seguenti:

- a) non può votare in modo difforme rispetto alle istruzioni ricevute (138, co. 4, Reg. Emitt.);
- b) e deve accettare anche istruzioni di voto non conformi alle proprie proposte (art. 138, co. 2, Reg. Emitt.)¹⁰.

Come già altri hanno avuto modo di osservare¹¹, queste barriere non state affatto poste a difesa dell'azionista, bensì lo hanno ghettizzato e reso inerme di fronte ad una sollecitazione¹².

Sebbene un'apertura alla sollecitazione di deleghe da parte dell'emittente sia inevitabile e comunque sostenibile¹³, allo stesso tempo gli accorgimenti messi in campo dalla Consob al fine di evitare una distorsione dell'istituto non paiono adeguati. Sarebbe di gran lunga auspicabile che introducesse un'organica disciplina di allocazione dei costi di sollecitazione, volta proprio

8. Così S. BRUNO, *Ruolo dell'assemblea di S.p.A. nella corporate governance*, cit., pp. 211-212.

9. Una parità di posizione in ambito di sollecitazione di deleghe tra gli amministratori e l'azionista si potrà raggiungere unicamente garantendo uguale capacità di accesso ai fondi societari e non con l'obbligatorietà della *Two-Way Proxy*.

10. Sull'obbligatorietà della *Two-Way Proxy*, si vedano gli autori citati nella successiva nt. 376.

11. Cfr. R. SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della Direttiva azionisti*, cit., p. 55.

12. Addirittura P.G. JAEGER, *Le deleghe di voto*, cit., pp. 101 e ss.; R. SACCHI, *Sollecitazione e raccolta delle deleghe di voto*, cit., p. 387; G. MINERVINI, *Art. 136*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, cit., p. 1243; F. GHEZZI, *op. cit.*, p. 1267, convengono sul fatto che all'emittente debba essere inibita la facoltà di promozione di una sollecitazione di deleghe. Di contro, A. Gambino, *Art. 139*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, cit., pp. 1266 e ss., sostiene la sua ammissibilità e coerenza.

13. Anche alla luce del fatto che in altri ordinamenti, come quello statunitense, ha funzionato (e funziona ancora) in maniera efficiente, ancorché differente.

ad appianare l'enorme disuguaglianza tra gli *incumbents* (gli amministratori anche per il tramite dell'emittente) e gli *insurgents* (azionisti o terzi intenzionati a farsi promotori).

Pur convenendo che la legittimazione della sollecitazione di deleghe da parte dell'emittente senza adeguate cautele rappresenti «un arretramento nella difesa da abusi nell'esercizio del voto per delega rispetto alla disciplina anteriore»¹⁴, il rimedio non dovrebbe essere quella di impedire all'emittente di farsi promotrice di una sollecitazione di deleghe¹⁵, né di imporre sempre e comunque la *Two-Way Proxy*¹⁶.

La previsione di un'adeguata disciplina volta a regolare l'allocazione dei costi della sollecitazione¹⁷ garantirebbe l'equilibrio tra sana competizione interna all'assetto societario e tutela delle posizioni soggettive dell'azionista¹⁸.

Né può dirsi che l'allocazione dei costi di sollecitazione in capo all'emittente sia contraria ai principi che hanno ispirato il legislatore europeo ed interno¹⁹ nella previsione dell'istituto della sollecitazione di deleghe. Invero, differentemente da come altri sostengono²⁰, la sollecitazione di deleghe, purché promossa nei canoni legislativi vigenti, è solo apparentemente perseguita nell'interesse del promotore giacché il suo eventuale buon esito apporterebbe benefici all'intero assetto societario e non soltanto a chi l'ha sostenuta, specie se si tratta di sollecitazione da parte di azionisti o terzi che

14. Ancora, R. SACCHI, *op. loc. ult. cit.*

15. Tale impedimento si fonda sull'estensione del divieto alla società di esercitare il voto in nome proprio anche al voto per delega. A detta di R. SACCHI, *Ivi*, p. 57, tale tesi sarebbe anche suffragata dal testo della direttiva SHRD (art. 10.1, secondo periodo) che impedirebbe al legislatore nazionale solo di vietare alla società di ricevere deleghe non sollecitate e di votare in assemblea in forza delle stesse, non anche di vietare alla società di assumere il ruolo di promotore. L'A. persino sarebbe in grado di qualificare la normativa regolamentare in questione come illegittima nella parte in cui contrasta con l'art. 2357-ter c.c. relativo al divieto dell'esercizio di voto in proprio da parte della società.

16. Un espediente di questo tenore è ancora sostenuto da R. SACCHI, *Ivi*, p. 59; G. NAPOLETANO, *op. cit.*, pp. 130 e ss. Tuttavia, ciò esporrebbe al rischio di una notevole riduzione della probabilità che la sollecitazione di deleghe venga promossa a favore della generalità degli azionisti, piuttosto che di una certa categoria di soci. Lo stesso P.G. JAEGER, *Convenzioni di voto – rappresentanza azionaria*, cit., p. 699 afferma che «è evidente che, da sola (il riferimento va alla *Two-Way Proxy*, la regola in questione non offrirebbe *chances* sostanziali ai soci che vogliono organizzare un'opposizione al gruppo di controllo».

17. Laddove freddamente il regolatore italiano si è limitato a sancire che tutti i costi ricadono sul promotore (art. 136, co. 9, *Reg. Emitt.*).

18. Locuzione è stata presa in prestito da V. BUONOCORE, *op. cit.*, p. 1.

19. Cfr. A. BLANDINI, *L'intervento e la rappresentanza in assemblea e l'art. 10 della Direttiva 2007/36/CE: Prime considerazioni e proposte*, cit., p. 515.

20. Di contro R. SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della Direttiva azionisti*, cit., p. 58, ritiene che l'interesse da tutelare nel corso della sollecitazione di deleghe sia sempre quello del sollecitato. Piuttosto la Consob, come risulta dalla *Nota tecnica in materia di sollecitazione e raccolta di deleghe di voto e di voto per corrispondenza*, ha espressamente impostato la normativa regolamentare alla stregua dell'esperienza statunitense per cui l'interesse garantito è quello del promotore, sul quale appunto viene fatta ricadere la totalità delle spese della sollecitazione di deleghe.

vorrebbero contendersi il controllo²¹. Pertanto, essendo il fine ultimo quello del corretto funzionamento del governo societario, non si comprende la ragione per cui i costi della sollecitazione se promossa dagli amministratori ed, a maggior ragione, dagli azionisti o terzi non debbano ricadere sull'emittente essendo la beneficiaria di ultima istanza²².

4.1.3. L'ambito applicativo ed enforcement

L'attuale previsione normativa dispone che il promotore, quand'anche emittente, deve predisporre un prospetto di delega da inoltrare agli azionisti al fine di ottenere la loro delega di voto. Le norme che regolano la forma di detto prospetto sono di applicazione necessaria e non possono essere derogate.

Ad ogni modo il prospetto di delega non ha come scopo soltanto quello di fornire informazioni agli azionisti in conformità agli artt. 136–144 *Reg. Emitt.*, ma funge da appello rivolto agli azionisti per dare esecuzione alle deleghe di voto ed assumere una posizione all'interno del contesto assembleare.

Proprio per questa ragione l'inoltro del prospetto di delega da parte dell'emittente è usualmente corredato da una lettera di accompagnamento²³ congiunta al modulo di delega. Potrebbero anche essere inoltrate comunicazioni informali e preliminari finalizzate a rilevare l'apprezzamento dell'assetto proprietario all'iniziativa.

Questo più facilmente potrà avvenire nei casi di sollecitazione di deleghe da parte di azionisti, i quali delinearanno le critiche e le osservazioni da muovere nei confronti dell'organo di amministrazione con lo scopo di indurre un cambio di politica strategica o addirittura degli amministratori stessi²⁴. È diverso il caso in cui il promotore sia lo stesso emittente: al di là delle limitazioni poste a tutela degli azionisti²⁵, un'iniziativa di tal genere non potrà che limitarsi ad accertare il livello di soddisfazione che le politiche manageriali hanno riscosso tra gli azionisti, in cui la diffusione di materiale

21. G. PRESTI, *La sollecitazione e la raccolta delle deleghe di voto*, cit., p. 56, basandosi sull'assunto che le spese debbono essere a carico del promotore, sostiene invece che il legislatore tramite la sollecitazione di deleghe sfrutta un interesse privato ed egoistico del committente (*rectius*, promotore) al fine di ottenere un vantaggio in termini generali di miglioramento del sistema complessivo di governo societario.

22. Di questo avviso era già P.G. JAEGER, *Convenzioni di voto – rappresentanza azionaria*, cit., p. 701, nel 1976. L'A., pur dando atto che all'epoca (come tuttora) la soluzione non era stata raggiunta, proponeva due vie (con preferenza per la prima): o la società si fa carico delle spese per la sollecitazione di deleghe da chiunque promossa; o quando gli amministratori, anche per il tramite dell'emittente, si fanno promotori di una sollecitazione, le spese rimangono a loro carico.

23. Le norme regolamentari dispongono il materiale minimo che deve essere garantito per una sollecitazione, ma non pongono limiti ad uno ulteriore e facoltativo a corredo dell'iniziativa.

24. Questa ipotesi sarà approfondita *infra* § 13.

25. Le criticità sul punto sono molte e la disciplina attuale è del tutto insufficiente.

di sollecitazione aggiuntivo potrebbe dimostrarsi come un'arma a doppio taglio.

Già a questo livello si pone un primo dubbio importante: se queste comunicazioni preliminari debbano essere considerate facenti parte della sollecitazione, come definita nel Testo Unico, e quindi soggiacere alla stringente normativa a tutela dell'interesse comune, oppure — trattandosi di mere comunicazioni informali ove non sia espressa in maniera irrevocabile l'intenzione di promuovere una sollecitazione di deleghe — non debbano essere ricondotte a specifici vincoli di forma.

In ogni caso, non si potrà mai prescindere dalla genuinità e dalla chiarezza dell'informazioni ivi espresse. Seppur la determinazione del loro contenuto sia rimessa alla discrezionalità del promotore, l'organo di vigilanza dovrà attentamente verificare volta volta la conformità con i requisiti di cui al *Reg. Emitt.*, in quanto rischi di divulgazione di informazioni generiche e/o inventare, soprattutto se in sede di elezione dei membri degli organi sociali, sono altissimi ed irreparabili.

Quando, poi, sotto il fuoco incrociato per la contesa del controllo societario si scontrano due o più politiche gestionali contrapposte, allora si avrà una cosiddetta *proxy fight*²⁶, nel qual caso la battaglia non finirà con l'invio di lettere di accompagnamento, bensì seguirà attraverso ulteriori comunicazioni nelle canoniche forme prescritte dalla legge²⁷.

4.2. La sollecitazione di deleghe da parte dei soci

La sollecitazione di deleghe da parte di azionisti in Italia non gode di regolazione autonoma rispetto al modello generale dettato dal *Reg. Emitt.*. Tant'è vero che condivide la medesima la disciplina con la sollecitazione promossa dall'emittente.

Questa tecnica legislativa, seppure apprezzabile per la sua tensione atavica al principio di parità di trattamento, tuttavia sconta una grave inadeguatezza nel dettare regole certe nei casi limite. In altre parole, di questa genericità godono coloro i quali intendono promuovere una sollecitazione a scapito degli azionisti sollecitati.

Si aggiunga che il ricorso ad una diretta sollecitazione degli azionisti si rivela il più delle volte inadeguato per il fatto che i costi da sostenere non sono in alcun modo compensati dall'eventuale approvazione della proposta,

26. Cfr. F.D. EMERSON, F.C. LATCHAM, *Proxy Contests*, cit., p. 436.

27. Un riscontro dell'esperienza statunitense quasi secolare si ha in E.R. ARANOW, H.H. EINHORN, *Proxy Contests for corporate control*, cit., pp. 204 e ss.

la quale il più delle volte non comporta neppure diretti ed immediati benefici economici all'azionista proponente²⁸.

Altri ordinamenti hanno preferito far divergere le discipline, soprattutto in ragione della posizione di debolezza dell'azionista/promotore. Nella disciplina statunitense la *Securities Exchange Commission* ha dedicato la *Rule X-14A-8* del Regolamento appositamente alla proposta di sollecitazione da parte degli azionisti²⁹.

La c.d. *Shareholder Proposal* presenta tuttavia caratteristiche molto diverse da come è stata disegnata la sollecitazione di deleghe da parte degli azionisti in Italia³⁰. Infatti, allorché uno o più azionisti siano intenzionati a presentare una sollecitazione di deleghe negli Stati Uniti d'America, sono tenuti a richiedere all'organo di gestione di includere la propria proposta di voto nel prospetto di sollecitazione dell'emittente. Se però l'emittente, per mezzo degli amministratori, si oppone alla proposta degli azionisti deve includere nel proprio prospetto di sollecitazione anche quello degli azionisti a supporto della proposta. L'emittente deve anche inserire nel modulo di delega delle specifiche forme di scelta con l'azionista sollecitato può esprimere la propria approvazione o disapprovazione della proposta.

In alternativa, nei casi in cui l'emittente non promuova una sollecitazione, ovvero quando la votazione abbia ad oggetto l'elezione dei componenti dell'organo di gestione, agli azionisti deve essere fornito un elenco di tutti gli azionisti (la cosiddetta «*shareholder list*»), affinché possano diffondere il proprio prospetto di sollecitazione autonomamente³¹.

La diversa scelta ontologica del nostro legislatore è stata dettata da un principio di sostanziale parità di trattamento tra gli amministratori e gli azionisti, onde evitare sperequazioni a vantaggio del *Management*³²; anche se in realtà poi si è rivelato l'opposto.

28. Cfr. A. TUCCI, *op. cit.*, p. 419.

29. Così R. PERNA, *Public company e democrazia societaria. Voto per delega e governo delle imprese nel capitalismo statunitense*, cit., p. 39 e ss.

30. In questo senso, B.G. BUCHANAN, J.M. NETTER, A.B. POULSEN, T. YANG, *Shareholder Proposal Rules and Practice: Evidence from a Comparison of the United States and United Kingdom*, in *ABLJ*, 49, 2012, p. 739.

31. Così, R. PERNA, *Mito e realtà nella democrazia societaria. Il proxy voting nelle public companies statunitensi*, cit., p. 537.

32. In particolare evidenza viene messo da P.G. JAEGER, *Convenzioni di voto-rappresentanza azionaria*, cit, p. 697.

4.3. La sollecitazione di deleghe da parte di terzi

Dal 2012 la sollecitazione può essere promossa da chiunque³³. Le prospettive dell'istituto sono pertanto radicalmente mutate: a questo punto anche i terzi come i consulenti in materia di voto, le banche tramite i contratti di custodia e amministrazione di titoli³⁴, nonché qualsiasi altro attore economico possono farsi animatori del momento assembleare.

La sollecitazione di deleghe è divenuta un nuovo strumento di contendibilità del governo societario alternativo, e meno dispendioso, ad una scalata tramite offerta pubblica di acquisto³⁵. Con il limite tuttavia della discontinuità nel controllo acquisito: se infatti il promotore all'esito del momento assembleare torna nuovamente a detenere una partecipazione di minoranza, la sua influenza sul governo sarà vincolata a singole decisioni assembleari, riguardo alle quali ogni volta dovrà riuscire a sollecitare un numero adeguato di deleghe e non acquisirà carattere di continuità.

La sollecitazione di deleghe, nonostante possa effettivamente essere considerata uno strumento di incentivo alla partecipazione assembleare seppur indiretta, non potrà mai essere paragonata ad un'offerta pubblica di acquisto, quale strumento di acquisizione duratura del governo societario. Al più potrà servire sporadicamente all'uno o all'altro contendente al fine di far passare l'una o l'altra proposta o politica di gestione. Certo è che garantisce la possibilità ad estranei rispetto alla compagine sociale di intervenire sulle scelte di gestione.

4.3.1. *Il consulente in materia di voto in veste di promotore*

I *Proxy Advisors*, o come di recente definiti in lingua italiana, i consulenti in materia di voto³⁶, sono persone giuridiche che forniscono consulenza

33. L'art. 136, co. 1, *Reg. Emitt.* recita: «Chiunque intenda promuovere una sollecitazione di deleghe trasmette un avviso alla società emittente, che lo pubblica senza indugio sul proprio sito internet, alla *Consob*, alla società di gestione del mercato ed alla società di gestione accentrata delle azioni».

34. Pur non riversandosi in una vera e propria ipotesi di sollecitazione, teoricamente potrebbe concretizzarsi in un esercizio del diritto di voto da parte della banca perlomeno in due modi: tramite un rapporto di custodia e amministrazione di titoli, ovvero una gestione fiduciaria. Nel primo caso la banca si impegna a custodire ed amministrare i titoli per conto dell'azionista (a cui sono intestati i titoli stessi); mentre nella gestione fiduciaria è la banca stessa intestataria dei titoli, ma legata con un rapporto fiduciario con il beneficiario.

35. Sul punto si rinvia a quanto già detto *infra* § 5.2.

36. La Direttiva (UE) 2017/828, volta ad emendare tra l'altro la direttiva 2007/36/CE, ha per la prima volta fornito una definizione istituzionale dei *Proxy Advisors*, in italiano i consulenti in materia di voto, ovvero "una persona giuridica che fornisce, a titolo professionale, raccomandazioni agli azionisti riguardanti l'esercizio dei loro diritti di voto". Si tenga conto che stando all'interpretazione letterale della definizione sono esclusi i consulenti persone fisiche, per le quali varrebbe ancora il divieto del

ed assistenza prevalentemente in favore di investitori nei mercati borsistici, principalmente istituzionali. Tuttavia, anche investitori più modesti potrebbero avvalersi dei loro servizi per analizzare le proposte di deliberazione all'ordine del giorno e per esprimere una decisione di voto consapevole, ottimizzando le proprie risorse limitate³⁷.

La loro attività si estrinseca in analisi dei dati assembleari, con particolare riferimento alle proposte all'ordine del giorno sino alle raccomandazioni di voto, nonché attività di analisi e consultazione dei processi di voto³⁸. Essendo le assemblee annuali in tutto il mondo concentrate in un determinato periodo dell'anno (marzo-aprile), rendendo così praticamente impossibile agli investitori raccogliere informazioni relative a tutte le emittenti ove dispongano di un investimento significativo, i consulenti in materia di voto sono di ausilio nella collezione di informazioni. Alla luce della globalizzazione dei mercati è venuto alla ribalta anche il tema del voto trans-frontaliero.

I *Proxy Advisors*, ad esempio, forniscono informazioni aziendali che non sempre sono disponibile in lingua inglese, ovvero mettono a disposizione piattaforme telematiche da cui inviare le istruzioni di voto ed esprimere il voto in via elettronica; l'esperienza è stata maturata soprattutto nei paesi anglosassoni³⁹.

Anche nel contesto delle sollecitazioni di deleghe assumono un ruolo nell'organizzare in maniera professionale tutte le fasi della sollecitazione e nell'intrattenere i rapporti anche con le istituzioni⁴⁰. Il loro compito non si limita a richiedere il conferimento di deleghe a favore del promotore, o addirittura di sé stessi, ma generalmente offrono anche consulenze circa la fattibilità di una sollecitazione e le probabilità di riuscita. Forti di essere

voto per delega al pari degli amministratori e dei membri del collegio sindacale a mente dell'art. 2372, co. 5, c.c., laddove in rapporti anche con l'emittente.

37. Così European Securities and Market Authority (ESMA), *Discussion Paper «An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options»*, ESMA/2012/212, 22 marzo 2012, pp. 9-10.

38. Cfr. S.J. CHOI, J.E. FISCH, M. KAHAN, *The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?*, cit., p. 918.

39. I problemi legati al conflitto d'interesse dei *Proxy Advisors* non sono sempre così evidenti ed immediati. Il caso classico è rappresentato dal *Proxy Advisor* che fornisce corporate rating, od altri servizi di consulenza, ad un emittente e nello stesso tempo elabora ricerche e raccomandazioni di voto agli azionisti del medesimo emittente con riferimento agli stessi aspetti di *Governance*. Il rischio è quello che i *Proxy Advisors* procurino agli azionisti raccomandazioni inappropriate su come leggere scelte aziendali che proprio loro hanno influenzato con l'attività di consulenza svolta a favore dell'emittente. Tuttavia, quanto esposto non raffigura l'unico profilo di conflitto d'interesse individuabile. Potrebbe accadere che un emittente o uno dei suoi maggior azionisti persuada i *Proxy Advisors* al fine di far consigliare gli azionisti di minoranza su specifiche scelte di *Governance*; oppure che una società ovvero un azionista della *Proxy Firm* (ovvero semplicemente un proprio dirigente amministrativo) abbia un interesse significativo in operazioni di *Governance* societaria ove il *Proxy Advisor* ha fornito o fornisce consulenza.

40. V.H. FLEISCHER, *Proxy Advisors in Europe*, cit. p. 1.

attori in un settore sostanzialmente in oligopolio⁴¹ e di aver acquisito conoscenze circa i fattori che possono determinare o meno il successo di una sollecitazione, sono divenuti con il tempo anche determinanti nelle scelte di redazione dei prospetti e dei moduli di delega.

Nonostante il ruolo estremamente rilevante che stanno assumendo anche nel mercato finanziario italiano, i consulenti in materia di voto sono un numero limitato con uffici principali nell'area finanziaria di Milano ed a Roma, spesso filiali di operatori internazionali.

Una volta ottenuti da parte della società di gestione accentrata (*Monte Titoli S.p.A.*) tutti una serie di dati identificativi i consulenti in materia di voto sono in grado di elaborare analisi circa l'identità, la collocazione e l'entità della partecipazione degli azionisti e così capire a chi indirizzare la sollecitazione di deleghe⁴².

Detto tipo di elaborazione dati può essere predisposto secondo diversi approcci metodologici. Spesso viene divisa la lista risultante dal libro soci secondo il criterio geografico oppure il possesso azionario con il fine di individuare gruppi d'interesse a cui indirizzare raccomandazioni di voto e richiedere il conferimento della delega. Sussegue, poi, la stima delle deleghe di voto potenzialmente ottenibili a seconda dell'ampiezza dei criteri di selezione.

Anche l'esperienza acquisita sul capo gioca la sua parte: la conoscenza di specifiche scelte strategiche degli investitori istituzione o degli *hedge funds* certamente determina il metodo di approccio all'azionista. Lo stesso dicasi in presenza di intermediari o istituti di credito, nel qual caso il consulente in materia di voto può anche prendere contatti direttamente con l'intento di istaurare un dialogo e costituire un canale privilegiato di distribuzione del materiale di sollecitazione agli azionisti beneficiari.

Il compito dei consulenti in materia di voto tuttavia non si conclude con la fase preparatoria dell'informativa assembleare, ma può anche proseguire con l'attività di ricezione delle deleghe di voto con il successivo ruolo di rappresentante in assemblea, oppure — come più spesso accade — nel collezionare le deleghe conferite al promotore terzo (assistito dal consulente in materia di voto) e calcolare in sede assembleare la capacità di voto attenuata.

41. I *Proxy Advisors* che lavorano in Italia sono appena una decina: International Shareholder Services (ISS), Glass, Lewis & Co. (GL), Georgeson (Proxitalia), Frontis Governance e pochi altri.

42. Tra le informazioni richieste vi rientrano quelle degli intermediari partecipanti sui conti dei quali sono registrate azioni della società emittente, nonché la relativa quantità di azioni, e quelle dei soggetti cui spetta il diritto di voto, che non abbiano espressamente vietato la comunicazione dei propri dati, oltre al numero di azioni della società emittente registrate sui rispettivi conti e dei soggetti che abbiano aperto conti in qualità di intermediari e la quantità di azioni della società emittente rispettivamente registrata su tali conti, da parte degli intermediari, nonché dalla società emittente i dati identificativi dei soci e le altre risultanze del libro soci e delle altre comunicazioni ricevute in forza di disposizioni di legge o di regolamento.

Sovente i consulenti in materia di voto sono presenti in assemblea, se non per esercitare il diritto di voto delegatogli, proprio al fine conteggiare in tempo reale i voti collazionati. Ufficio, questo, effettivamente tedioso, tecnico e che richiede molto tempo ed un costante confronto con gli organi dell'assemblea.

Nulla vieta, come ho anticipato, che il consulente in materia di voto si faccia egli stesso promotore di una sollecitazione, ovviamente nell'interesse di chi lo ha incaricato⁴³ Cfr. G. BALP, *I consulenti di voto: problemi e prospettive*, in *Principio capitalistico Quo vadis?*, F. BRIOLINI (a cura di), G. GIAPPICHELLI editore, Torino 2016, p. 375.. Orbene, rivestendo la veste di promotore diverrà applicabile necessariamente la normativa circa la sollecitazione deleghe. Per l'effetto, dunque, il consulente in materia di voto sarà tenuta a trasmettere un avviso⁴⁴ alla società emittente, che lo deve pubblicare senza indugio sul proprio sito internet, alla Consob, alla società di gestione del mercato ed alla società di gestione accentrata delle azioni, nonché tutte le altre disposizioni (già analizzate) circa la divulgazione del prospetto e del modulo di delega e di tutto l'ulteriore materiale di sollecitazione.

La *ratio* sottintesa alla norma è di obiettiva evidenza: oltre a dare conoscenza ai soggetti interessati che è stata aperta una procedura di sollecitazione di deleghe, si rende possibile all'autorità di vigilanza di esaminare il materiale inoltrato e apprezzare la conformità dello stesso al dettato legislativo e regolamentare.

Questa particolare ipotesi di sollecitazione è stata lasciata totalmente all'autonomia privata delle parti. In altri termini, il legislatore italiano, a differenza di altri⁴⁵, non ha inteso far assumere un ruolo istituzionale al consulente in materia di voto⁴⁶, con il limite però di lasciargli sostanzialmente

43. In questa circostanza il consulente in materia di voto agirebbe in nome proprio, assumendo tutte le responsabilità del promotore, anche qualora lo facesse per conto di colui dal quale ha ricevuto l'incarico. All'opposto se l'incarico contempla la spendita del nome, il nominato è il promotore, che si avvale del sussidio tecnico del consulente.

44. L'avviso deve contenere tassativamente 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; le modalità di pubblicazione del prospetto e del modulo di delega nonché il sito internet sul quale sono messi a disposizione tali documenti; la data a partire dalla quale il soggetto a cui spetta il diritto di voto può richiedere al promotore il prospetto e il modulo di delega ovvero prenderne visione presso la società di gestione del mercato 445; e le proposte di deliberazione per le quali si intende svolgere la sollecitazione.

45. Contrariamente il *Securities Exchange Act* prevede espressamente che nel prospetto informativo debba essere indicato il *Proxy Advisor* anche se svolge semplice consulenza e non anche il ruolo di ricettore di deleghe. V. G. BALP, *Consulenti di voto*, Egea, 2017, p. 56.

46. Il legislatore italiano, ma anche quello comunitario, pare abbiano sottovalutato il problema del conflitto d'interesse sotteso all'operato dei consulenti in materia di voto; o forse hanno appositamente evitato allo stato l'adozione di una specifica direttiva, e quella che è in fase di approvazione da anni stenta a trovare un compromesso finale in sede di Parlamento europeo, al fine di agevolare il loro operato incondizionato.

carta Bianca nei comportamenti, i quali sono difficilmente censurabili e di conseguenza assoggettabili ad azioni di danno fintanto che non si riscontrino violazioni di principi generali e/o costituzionali.

Nell'ipotesi in cui il consulente in materia di voto si fa promotore, la problematica è di minor apprezzamento giacché in sede di redazione del prospetto di delega alla sezione II di cui all'allegato 5B al *Reg. Emitt.* è tenuto a fornire informazioni relative sé stesso, come la denominazione e forma giuridica, la sede sociale, i soggetti titolari di partecipazioni rilevanti e i soggetti che esercitano, anche congiuntamente, il controllo sulla società, gli eventuali patti para-sociali aventi ad oggetto la medesima società, la descrizione delle attività esercitate, l'indicazione del numero e delle categorie di titoli dell'emittente posseduti dal promotore e da società appartenenti al gruppo (soggetti controllanti, controllati e/o sottoposti al comune controllo) di cui fa parte (con la specificazione del titolo di possesso e della relativa percentuale sul capitale sociale dello stesso), l'indicazione dei titoli in relazione ai quali è possibile esercitare il diritto di voto ed, in caso di costituzione di usufrutto o pegno sui titoli dell'emittente o di stipula di contratti di Prestito o riporto sui medesimi titoli, l'indicazione del quantitativo dei titoli nonché il soggetto a cui spetta il diritto di voto.

Viceversa, altre legislazioni hanno adottato la tecnica di prevedere espressamente, anche nel caso di un ruolo indiretto del consulente in materia di voto nella sollecitazione, l'incarico professionale affidatogli proprio in sede di prospetto di delega.

Nell'ordinamento nostrano in questo secondo caso non si rileva alcun vincolo di pubblicizzazione dell'incarico professionale conferito al consulente in materia di voto, tanto che è rimesso al promotore di manifestare o meno l'incarico professionale del consulente in materia di voto che quindi sarà libero di operare all'oscuro anche dell'autorità di vigilanza.

Nell'esperienza Impregilo del 2012 i promotori dell'unica *Proxy Fight* all'italiana hanno dato contezza di un ruolo diretto dei *Proxy Advisors* in sede di avviso di sollecitazione⁴⁷; mentre nel mercato finanziario statunitense il consulente in materia di voto sia che rivesta un ruolo diretto od indiretto il promotore è tenuto ai sensi del punto 3 (b) (3) della *Schedule 14A* delle *SEC Proxy Rules* ad indicare la denominazione del consulente assunto, i costi attuali ed estimanti dell'incarico ed in caso di elezione degli organi sociali anche in numero dei dipendenti del consulente impiegati nell'operazione⁴⁸.

47. Effettivamente i prospetti informativi divulgati sia da *Salini S.p.A.* sia da *IGLI S.p.A.* contenevano l'indicazione del consulente in materia di voto a cui inviare direttamente la delega.

48. Un aspetto molto importante, di cui si parlerà *infra* § 18.2., è proprio quello dei costi legati al consulente in materia di voto.

4.3.2. La sollecitazione da parte delle associazioni di azionisti

Le associazioni degli azionisti, organizzate su base democratica, formano un ulteriore presidio di tutela dei diritti delle minoranze: immaginando gli azionisti come collettività, si supererebbe l'originaria frammentazione per costruire un *corpus* di minoranza dotato di sufficiente stabilità. Si tratterebbe di un corpo intermedio in grado sia di coordinare i comportamenti dei singoli azionisti sia di agire direttamente quale portatore di istanze rappresentative⁴⁹, anche nell'attività di raccolta deleghe equiparata a quella svolta da tutti gli ausiliari, in contrapposizione agli interessi patrimoniali specifici.

Alcune differenze permangono ugualmente, talché l'art. 141 TUF, discostandosi dalla sollecitazione di deleghe come definita dall'art. 136 TUF, si riferisce a *raccomandazioni, dichiarazione o altre indicazioni idonee ad influenzare il voto* e non a *specifiche proposte di voto* che l'associazione è inibita dal fare. Detta distinzione risiede nell'ontologica diversità tra l'attività del promotore, che svolge la sollecitazione di deleghe per interesse proprio o altrui, e l'attività dell'associazione di azionisti che, viceversa, fa da collante sociale tra gli interessi individuali ma convergenti.

Quanto detto non toglie che l'associazione possa svolgere, oltre alla raccolta di deleghe presso i propri associati, parallelamente anche attività di sollecitazione di deleghe presso azionisti non associati, conformandosi tuttavia alle specifiche norme previste.

4.3.3. Altri metodi di sollecitazione

Non sono poi così remoti i casi in cui i titoli azionari siano soggetti a gestioni fiduciarie⁵⁰. In tal caso la promozione di una sollecitazione di deleghe si complica: il fiduciario, che formalmente è l'intestatario del titolo, è l'unico, e non anche il beneficiario, ad avere diritto ad intervenire in assemblea, votare e quindi conferire delega.

Il gestore fiduciario, salvo in circostanze pacifiche, non può votare e conferire delega se non in conformità alle istruzioni ricevute dal beneficiario della gestione al fine di evitare ogni possibile abuso.

49. In questo senso, R. TORINO, *L'istituzionalizzazione delle minoranze azionarie. Le associazioni di azionisti in Francia ed in Italia*, in *Riv. soc.*, 1998, pp. 604-605.

50. Cfr. al riguardo C. VIVANTE, *Gli azionisti fiduciari (prestanome) nelle assemblee delle società per azioni*, cit., p. 167. Tuttavia il Testo Unico non si occupa del mandato senza rappresentanza, per il quale la legittimazione al voto è acquisita dal mandatario con il trasferimento dei titoli in proprietà fiduciaria (il trasferimento è reale). Il vincolo in questi casi meramente obbligatorio: rispettare il mandato e ritrasferire la proprietà al momento convenuto. Per la società il fiduciario è pertanto a tutti gli effetti il socio e il trasferimento del titolo rende inconsistenti i problemi che solleva la delega di voto. Il mandato senza rappresentanza non si presta alla sollecitazione sul mercato anche se permangono tutta una serie di questioni legate gestione delle deleghe tra il gestore ed il fiduciario.

Quindi la problematica si biforca: mentre, il rapporto tra il promotore e l'intermediario fiduciario è regolato dalle norme in commento, bisogna capire a cosa soggiace invero il rapporto tra il gestore fiduciario *Registered Owner* ed il beneficiario *Beneficial Owner* nel contesto di una sollecitazione di deleghe.

S ritiene, anche alla luce dei principi che regolano la gestione fiduciaria, che l'intermediario in questa circostanza debba fare in sostanza da passacarte, ovvero deve diligentemente trasmettere al beneficiario tutto il materiale relativo alla sollecitazione affinché possa prendere decisione anche nel senso di lasciare discrezionalità di scelta al gestore, il quale poi provvedere agli adempimenti legati alla procedura di sollecitazione di deleghe.

Nel caso in cui il beneficiario non dia indicazioni di voto il gestore può votare discrezionalmente, salvo che il voto venga richiesto per deliberazioni aventi ad oggetto materie che possono modificare in maniera rilevante la posizione dell'azionista ed in caso di *Contested Solicitations*⁵¹.

Operativamente accade che il promotore inoltra una comunicazione informativa ad ogni intermediario fiduciario al fine di informarlo della data dell'assemblea e della *Record Date* per la registrazione dei titoli. Può accadere addirittura che il promotore chieda all'intermediario fiduciario di inoltrare il materiale (almeno il prospetto ed il modulo di delega), a spese del primo, ai propri beneficiari affinché possa ricevere per tempo le istruzioni di voto.

Quindi, prescindendo dallo scambio di comunicazione che all'uopo può avvenire⁵², ciò che diviene indispensabile è il modello di istruzioni di voto.

51. Cfr. A. TUCCI, *op. cit.*, p. 438, che a sua volta alla nt. 171 richiama tre Autori statunitensi sul punto L. LOSS, J. SELIGMANN, *Fundamentals of Securities Regulation*, ed. III, Little, Brown and Company, Boston–New York–Toronto–Londra 1995, pp. 483–484; M.A. EISENBERG, *The Structure of Corporation Law: A legal analysis*, Little, Brown and Company, Boston–Toronto 1976, pp. 1474–1476.

52. Ci si riferisce ai meccanismi di richiesta e trasmissione del materiale di sollecitazione all'interno della catena di intermediari.

L'utilizzo delle tecniche allocative dei costi per l'allineamento del rischio con il voto

5.1. Le problematiche di *governance* connesse alla parità di accesso alle finanze societarie ed i risvolti sulla dissociazione del rischio dal voto

Sussistono ottime ragioni per le quali in realtà sarebbe significativo che il regolatore iniziasse a porsi una domanda circa la corretta allocazione dei costi nell'ambito della sollecitazione di deleghe di voto.

Non si tratterebbe di una mera modificazione di stile dell'art. 136, co. 8, *Reg. Emitt.*, bensì rappresenterebbe un vero e proprio cambio di approccio culturale all'istituto. Se davvero lo scopo della legge Draghi, come si evince dalla nota tecnica preparatoria della *Consob*, era quello di «fornire alla figura del committente (*sia esso espressione del management o del controllante della società oppure di un azionista di minoranza*) strumenti più agili per l'adozione in assemblea delle proposte di suo interesse»¹, non si può che constatare un fallimento in questo senso. A dire il vero, il quesito che Jaeger si pose ben più di vent'anni prima in quella legge non trovò risposta né tantomeno nei successivi interventi legislativi e regolatori.

Disciplinare l'allocazione dei costi di finanziamento delle sollecitazioni di deleghe, auspicabilmente con intervento legislativo e/o regolatorio, ovvero anche per il tramite di un'iniziativa giudiziale, come è accaduto negli Stati Uniti, non significherebbe unicamente restituire una diversa vitale prospettiva all'istituto in parola, piuttosto introdurrebbe un differente approccio al difficile e granitico governo societario delle società anonime italiane, o meglio ancora uno strumento ulteriore messo nelle mani degli azionisti del mercato borsistico anche al fine di proiettarlo nell'oramai prossima epoca dell'economia globale.

Mentre, invero, alcuni mercati finanziari — soprattutto quelli anglosassoni — pare abbiano aperto ad una nuova mentalità di mercato transnazionale; altri tra cui l'Italia, la Spagna, l'Olanda, ma non solo, sembrano — nonostan-

1. V. *Quaderni di Finanza* della *Consob* n. 29 – agosto 1998 intitolato «Lavori preparatori per il testo unico della finanza – diritto societario», p. 47, cit.

te una tendenza positiva² — fortemente ancorati ai vecchi centri decisionali e di potere che, di fatto, distorcono i meccanismi di funzionamento delle società pubbliche.

La domanda di ordine generale, più di carattere economico che giuridico, ma con forti influenze anche sul nostro settore d'interesse, è se l'auspicata apertura del mercato tramite meccanismi come quello in esame, che hanno come effetto primario l'aumento dell'investimento di capitali stranieri, sia realmente indicata ad un mercato, come quello italiano, principalmente costellato di piccole e medie imprese a conduzione familiare, da una parte, e, dall'altra, per la minor quota, di alcune grandi tendenzialmente oligarchiche. Tuttavia, la risposta al quesito non ci spetta in questa sede, se non nella misura in cui si è fino ad adesso argomentato.

5.2. Le garanzie di parità di trattamento tra gli amministratori e gli azionisti, da una parte, e tra azionisti di maggioranza e di minoranza, dall'altra

Il risvolto più consistente dell'introduzione di strumenti di agevolazione della partecipazione al governo societario da parte degli azionisti, tra cui la sollecitazione di deleghe con l'accortezza dell'allocazione dei costi, si ha nondimeno in termini di tutela dei diritti.

Il principio di parità di trattamento declinato nel rapporto tra amministratori ed azionisti³, ovvero tra azionisti di maggioranza e quelli di minoranza, è uno dei perni su cui far leva per l'introduzione di un'adeguata allocazione dei costi in ambito di sollecitazione.

Le garanzie di parità di accesso ai fondi societari nella prospettiva di promuovere una sollecitazione di deleghe produrrebbero benefici anche sul piano sostanziale dei diritti e delle posizioni giuridiche soggettive dei singoli soci, specie negli ordinamenti come il nostro in cui la totale simmetria tra amministrazione e socio di maggioranza altera gli ordinari schemi di funzionamento della società pubblica.

2. Ci si riferisce al recente massiccio investimento nel mercato europeo da parte dei fondi di investimento, per la maggior parte statunitensi e cinesi, quali *BlackRock* ed altri.

3. Problematica, questa, che non interessa direttamente il nostro ordinamento per le ampie ragioni già trattate.

5.3. Spese della sollecitazione di deleghe: allocazione efficiente dei costi

Le spese in cui incorre il promotore di una sollecitazione, sia esso emittente, azionista od un terzo, variano a seconda delle dimensioni della società, al numero dei suoi azionisti, alla natura ed allo scopo della sollecitazione.

L'esperienza, soprattutto statunitense, ha dimostrato, da una parte, che la conduzione di operazioni pre-assembleari non può prescindere da un'assistenza professionale e, dall'altra, come siano di difficile previsione i costi che dovranno essere sostenuti. Si pensi, ad esempio, che potrebbe essere promossa una contro-sollecitazione a fronte di una sollecitazione avviata da altro gruppo di azionisti (magari di minoranza) o dall'emittente, specie in sede di elezione dei membri degli organi societari. In queste circostanze i costi lievitano notevolmente e non possono essere affatto abbattuti se non con una rinuncia alla sollecitazione stessa.

Tanto l'azionista quanto e soprattutto l'emittente sono tenuti a stimare i costi potenziali, oltre che predisporre un piano strategico, per poter promuovere una sollecitazione: il compenso dei legali, del contabile/ragioniere, e poi le retribuzioni degli assistenti, ad esempio nelle pubbliche relazioni, nonché dei consulenti in materia di voto. Senza queste professionalità raramente una sollecitazione potrà colpire nel segno; sono costi importanti, ma imprescindibili, che non tutti all'interno del governo societario possono permettersi.

È proprio su questo punto che si snoda la questione sia operativa che normativa dell'istituto della sollecitazione di deleghe: in effetti, a differenza di altri ordinamenti⁴, quello italiano omette completamente di regolare l'aspetto delle spese, quasi come se non riguardasse il corretto funzionamento dell'istituto medesimo.

Come appare chiaramente dalla nota tecnica della *Consob*, redatta in preparazione alle modifiche che poi sono state apportate al *Regolamento Emittenti* in materia di raccolta e sollecitazione di deleghe di voto, il nostro regolatore ha fissato la questione dei costi di sollecitazione in maniera miope ed inadeguata. Se l'obiettivo era quello di raggiungere il maggior numero di azionisti, senza aggiunta di costi eccessivi sul promotore della sollecitazione di deleghe, anziché incentivare la snellezza della procedura con la pubblicazione dell'avviso sulla stampa, sarebbe stato più corrispondente allo scopo prevedere meccanismi di allocazione dei costi a carico dall'emittente.

4. Ad esempio, la legislazione federale statunitense prevede la trasparenza informativa circa i costi della sollecitazione che devono essere manifestati nell'*Item 4 della Schedule 14A (Rule X-14)*. Sul punto si rinvia *infra* § II.1.

Una adeguata disciplina delle spese e dei costi di sollecitazione di deleghe in sostanza darebbe vitalità alla previsione normativa che nel nostro paese non ha preso piede come in altri mercati azionari⁵.

5.3.1. *I requisiti di trasparenza di spesa ed i costi di sollecitazione*

Trattandosi di operazioni che avvengono sul mercato azionario regolamentato, la *Consob* ha in ogni momento il potere di verificare se le regole ed i comportamenti degli operatori non danneggino l'interesse comune⁶. Di talché le disposizioni di dettaglio sulla sollecitazione di deleghe prevedono che chiunque intenda promuovere una sollecitazione di deleghe debba trasmettere un avviso tra i tanti anche alla *Consob*, la quale — riscontrati i dati *ivi* contenuti — può anche richiedere al promotore di effettuare integrazioni⁷.

Nulla, eppure, viene sancito sul punto delle spese della sollecitazione. In altri termini, la *Consob*, a differenza di altri suoi colleghi⁸, non ha ritenuto di occuparsi finanche dell'aspetto contabile della sollecitazione, laddove invero rappresenti un profilo fondamentale ai fini del rimborso a carico dei fondi societari. Vale a dire che fintanto che l'organo di vigilanza non esige trasparenza sulle modalità di spesa, mai si potrà iniziare a discutere sui limiti in cui incorrono gli amministratori nell'utilizzo dei fondi societari per la promozione di una sollecitazione da parte dell'emittente né saremo in grado

5. Sicuramente vi sono fattori strutturali che rendono differenti i contesti di mercato. Ad ogni modo in Italia l'utilizzo della sollecitazione di deleghe ha preso piede soltanto negli ultimi anni. Sovente sono state promosse da azionisti *disturbatori* senza alcun obiettivo specifico ed, invero, solo poche dall'emittente. Ecco l'elenco di alcuni casi conosciuti: *Telecom Italia S.p.A.* (2019), *Intesa Sanpaolo S.p.A.* (2018), *UniCredit S.p.A.* (2017), *Alerion Clean Power S.p.A.* (2017), *Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.* (2016), *Telecom Italia S.p.A.* (2016), *Tiscali S.p.A.* (2015), *Retelit S.p.A.* (2015), *Seat Pagine Gialle S.p.A.* (2014), *Italmobiliare S.p.A.* (2014), *Italcementi S.p.A.* (2014), *Telecom Italia S.p.A.* (2014), *Intesa SanPaolo S.p.A.* (2014), *Juventus S.p.A.* (2014), *Milano Assicurazioni S.p.A.* (2013), *Cape Listed Investment Vehicle in Equity S.p.A. in concordato preventivo* (2013), *Fondiarria Sai S.p.A.* (2013), *Screen Service Broadcasting Technologies S.p.A.* (2012), *Banca Carige S.p.A.* (2012), *Impregilo S.p.A.* (2012), *Parmalat S.p.A.* (2012), *Enel S.p.A.* (2012), *Banco Popolare Soc. Coop.* (2011), *Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A.* (2011), *Meridiana S.p.A.* (2011), *Eades Group* (2011), *A.S. Roma S.p.A.* (2011), *Sopaf S.p.A.* (2011), *A2A S.p.A.* (2011). Le date sono state indicate con riferimenti alla data di convocazione dell'assemblea.

6. Cfr. M. BIANCA, *La rappresentanza dell'azionista nelle società a capitale diffuso*, cit., 274, a parere del quale il fatto che il regolatore abbia voluto predisporre appositi modelli su cui i promotori sono tenuti a redigere il prospetto ed il modulo di delega è sintomatico di come la stessa *Consob* tenga ad individuare con precisione gli obblighi informativi finalizzati ad una completa e trasparente informazione indirizzata ai destinatari della sollecitazione.

7. È successo, ad esempio, a *Banca Carige S.p.A.* che si era fatta promotrice della sollecitazione nella propria assemblea generale degli obbligazionisti del 2012.

8. La *Securities Exchange Commission* nell'*Item 4 della Schedule 14A* (in accordo con la *Section 14(a)* del *Securities Exchange Act* del 1934) impone al promotore di fare *Disclosure* circa la provenienza, l'ammontare e l'entità delle spese connesse alla sollecitazione di deleghe. Nei sistemi giuridici europei passati in rassegna (Italia, Francia, Spagna e Germania), il più delle volte il promotore attesta che si farà lui stesso carico di tutte le spese relative alla sollecitazione senza specificare l'entità e l'ammontare delle medesime.

di attivare i meccanismi di rimborso delle spese in caso di sollecitazione promossa dall'azionista⁹.

Per queste ragioni, pertanto, non si può rimanere indifferenti di fronte ad una grave lacuna che il regolatore non pare neppure voler colmare. Si auspica piuttosto che la *Consob* prenda contezza della problematica ad intervenga di conseguenza nell'integrazione del *Regolamento Emittenti* e degli allegati in materia di delega di voto.

5.4. Sollecitazione da parte dell'emittente: utilizzo dei fondi sociali

Si procede quindi con il fissare i limiti entro i quali gli amministratori dovrebbero fare utilizzo dei fondi dell'emittente, laddove sia la stessa a farsi promotrice; aspetto oggi del tutto ignorato anche dal *Regolamento Emittenti* della *Consob*.

Il vantaggio più rilevante che gli amministratori hanno, anche per il tramite dell'emittente, nella sollecitazione di deleghe è certamente l'accesso diretto e talora incondizionato ai fondi societari con cui fra fronte alle spese ed ai costi connessi alla sollecitazione.

Onde evitare che questo privilegio si trasformi in una arma di alterazione dei rapporti endosocietari e consenta agli amministratori di autoconservarsi nelle posizioni apicali con il solo supporto dalla maggioranza (connivente), sarebbe necessario qualche approfondimento in merito al diritto che i medesimi vantano sull'utilizzo dei fondi societari ed i limiti in cui incorrono.

All'uopo, non si può esimerci dal sistematizzare i principi che in decenni sono stati elaborati dalla giurisprudenza statunitense sul punto, procedendo ad una disamina delle principali pronunzie principalmente delle corti dello Stato di New York, anche di quello del Delaware, nonché qualche cenno alla Gran Bretagna¹⁰.

9. Cfr., *ex multis*, D.M. FRIEDMAN, *op. cit.*, p. 952; E.R. ARANOW, H.H. EINHORN, *Corporate Proxy Contests Expenses of Management and Insurgents*, in *Cornell L. Rev.*, 42, 1956, p. 17.

10. I presenti principi sono stati elaborati negli Stati Uniti con riferimento principalmente all'ipotesi in cui la sollecitazione di deleghe venga promossa dagli amministratori in quanto tali; tuttavia, nel mercato finanziario nostrano in cui vi è un'identità tra azionista di controllo e amministrazione, l'interesse che li spinge a farsi carico di una sollecitazione è il medesimo (ovvero uno proprio o di parte). Pertanto, anche nel caso di sollecitazione di deleghe per il tramite dell'emittente, con riferimento al mercato finanziario italiano si reputa possano osservarsi i medesimi limiti di spesa.

5.4.1. *Elaborazione dei principi generali delle corti negli ordinamenti anglosassoni: il concetto di ragionevolezza della spesa*

Come accade oggi nel nostro ordinamento, anche oltreoceano non sono mai stati trascritti in legge e/o regolamenti i principi regolatori dell'uso dei fondi societari da parte degli amministratori in caso di sollecitazione promossa dall'emittente¹¹. Tuttavia, sono contenuti in numerose pronunzie giurisprudenziali dalle quali estrapolare alcuni spunti per integrare la nostra cultura giuridica, ovviamente con la debita considerazione che tra gli ordinamenti sussistono differenze strutturali nel governo societario¹².

Deve premettersi che tutti i casi giurisprudenziali che si andrà a trattare muovono dal seguente assunto¹³: i principi a cui gli amministratori debbono attenersi in caso di sollecitazione promossa dall'emittente promanano tutti dalla teoria della c.d. *corporate property*¹⁴, ovvero che le risorse dell'emittente (essendo di proprietà di tutti gli azionisti) devono essere impiegate per il solo fine sociale e quindi nell'interesse della società¹⁵. Pertanto, l'utilizzo dei fondi societari da parte degli amministratori, per la promozione di sollecitazione nell'interesse proprio od anche della maggioranza e finalizzata a mantenere il controllo della società, è improprio e non tollerabile.

Inevitabilmente, l'applicazione di questi principi di governo societario alla sollecitazione di deleghe pone gravi e profonde questioni che debbono essere analizzate¹⁶.

11. La *Securities Exchange Commission* impone in forza della *Section 14* del *Securities Exchange Act* del 1934 e per mezzo della regolazione di implementazione *Regulation 14A* la *Disclosure* delle spese effettuate, ma non regola l'accesso ai fondi societari da parte degli amministratori per farvi fronte.

12. La letteratura in materia di *Comparative Corporate Governance* è ampia: Cfr. G. BACHMANN, *Der "Europäische Corporate Governance-Rahmen" – Zum Grünbuch 2011 der Europäischen Kommission*-, in *WM*, 28, 2011, p. 1301; T. BAUMS, *Bericht der Regierungskommission Corporate Governance. Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle, Modernisierung des Aktienrechts*, cit., p. 25; C.B. Pellegrini, *op. cit.*, p. 401; L. ENRIQUES, *La Corporate Governance delle società quotate: sfide e opportunità*, cit., p. 493; A.M. FLECKNER, K.J. HOPT, *Comparative Corporate Governance*, Cambridge Univ. Pr., Cambridge 2013; H. FLEISCHER, *Zukunftsfragen der Corporate Governance in Deutschland und Europa*, cit., p. 155; P. HOMMELHOFF, K.J. HOPT, *Handbuch Corporate Governance*, Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart, ed. II, Köln 2009; P. MÄNTYSAARI, *Comparative Corporate Governance: Shareholders as a Rule-maker*, Springer, Heidelberg, 2005; P. MARCHETTI, *Il ruolo dell'assemblea nel TU e nella Corporate Governance*, cit., pp. 678 e ss.; R. KRAAKMAN, J. ARMOUR, P. DAVIES, L. ENRIQUES, H. HANSMANN, G. HERTIG, K. HOPT, H. KANDA, E. ROCK, *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, ed. II, Oxford Univ. Pr., Oxford 2009; P. DAVIES, *Introduction to Company Law*, cit., p. 8; e G. ESTEBAN VELASCO (a cura di), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Marcial Pons-Garrigues & Andersen, Madrid-Barcelona 1999.

13. Il che potrebbe essere valido anche in Italia alla luce degli obblighi e dei doveri degli amministratori.

14. Il dibattito ha preso le mosse dal capolavoro di A. BERLE, G. MEANS, *op. cit.*, p. 47 ed a seguire R. COASE, *op. cit.*, pp. 386-405.

15. Ogni altro interesse perseguito deve considerarsi *ultra vires*; assunto ripreso da E.R. ARANOW, H.H. EINHORN, *Proxy Contests for Corporate Control*, cit., p. 491, nt. 2.

16. Ivi, p. 492.

Non si mette in dubbio che l'organo di gestione possa, anzi debba, attingere alle casse societarie per predisporre ed organizzare l'assemblea generale degli azionisti, bensì si sta cercando di percepire fino a che punto lo stesso possa ragionevolmente spendere le risorse societarie al fine di influenzare le decisioni di voto.

Un primo caso su cui si può fare perno per marcare una linea di confine risale al 1906 in Gran Bretagna, il caso *Peel v. London & Northwestern Ry. Co.*¹⁷. La Corte di Appello statuí che era legittimo l'utilizzo purché finalizzato a supportare le politiche di gestione dell'impresa e non anche gli interessi degli amministratori come tali¹⁸.

Su questa scia si sono poste numerose pronunzie nello Stato del Delaware negli Stati Uniti d'America¹⁹, le quali hanno censurato i comportamenti volti a difendere in maniera impropria le politiche gestorie assunte al cospetto dell'assemblea. In altri termini, le spese erano ritenute ragionevoli se fatte con lo scopo di divulgare informazioni sulle politiche societari, talvolta anche persuasive, purché rivolte ad incrementare la consapevolezza di giudizio nell'esercizio del diritto di voto. Le altre, sopportate dal solo interesse degli amministratori a mantenere loro stessi nella gestione, dovevano ritenersi improprie²⁰.

La soluzione, ad ogni modo, non era così pacifica allora come oggi. Sempre sotto la legge dello Stato del Delaware ha esordito una pronuncia di qualche anno più tardi²¹ che viceversa criticava l'approccio sul concetto di «ragionevolezza» sino all'epoca inteso. I giudici nel caso *Steinberg v. Adams* ebbero a decretare che la materia delle ragionevoli spese gestionali in una sollecitazione di deleghe fosse coperta dalla *business judgement rule*.

Non era poi così chiara neppure la giurisprudenza nello Stato di New York. Nel *Leading Case* del 1907, *Lawyers' Advertising Co. v. Consolidated Ry. Lighting & Refrigerating Co.*²², 187 N.Y. 395, 80 N.E. 199 (1907)., l'organo

17. Nel caso *Peel v. London and North Western Railway Company* [1907] 1 Ch. 5 era insorta una controversia tra gli amministratori ed un gruppo di azionisti, i quali contestavano l'utilizzo incondizionato da parte dei primi dei fondi societari per far circolare informazioni tra la compagine sociale a favore delle politiche intraprese. Il Giudice si pronunciò a favore del *management* che aveva usufruito dei fondi societari in ragione del loro dovere di informazione degli azionisti circa le politiche intraprese e le motivazioni a sostegno, a prescindere dal fatto che lo scopo fosse quello di persuadere ed influenzare gli azionisti in sede di voto.

18. Così E.R. ARANOW, H.H. EINHORN, *Proxy Contests for Corporate Control*, cit., p. 493.

19. V. i casi *Hall v. Trans-Lux Daylight Picture Screen Corp.*, 20 Del Ch. 78, 171 Atl. 226 (Ch. 1934); *Empire Southern Gas Co. v. Gray*, 29 Del Ch. 95, 46 Atl. 2d 741 (Ch. 1946); e *Hand v. Missouri-Kansas Pipe Line Co.*, 54 F. Supp. 649 (D.C. Del. 1944).

20. Ancora E.R. ARANOW, H.H. EINHORN, *Proxy Contests for Corporate Control*, cit., *passim*.

21. V. il caso *Steinberg v. Adams*, 90 F. Supp. 604 (S.D.N.Y. 1950 con l'applicazione della legge dello Stato del Delaware). Cfr. anche il caso della Corte dello Stato di New York, *Rosenfeld v. Fairchild Engine & Airplane Corp.*, 309 N.Y. 168, 176, 128 N.E. 2d 291, 295 (1955).

22. V. il caso *Lawyers' Advertising Co. v. Consolidated Ry. Lighting & Refrigerating Co.*

giudicante ritenne che spese superflue, sebbene sostenute in buona fede, non dovessero essere poste a carico dell'emittente.

Solo in poche altre pronunzie nel corso degli anni successivi è stato affrontato il limite della ragionevolezza delle spese effettuate da parte degli amministratori. Eppure, in almeno altri due casi statunitensi la tematica è stata discussa. Nel caso *Cullom v. Simmonds*²³, la Corte Suprema dello Stato di New York dichiarò, sulla base di una azione della minoranza, irragionevoli le spese di poco più di 100.000,00= dollari. Nel caso *Levin v. Metro Goldwyn – Mayer Inc.*²⁴ del 1967 (New York), all'opposto, cinque azionisti lamentarono che gli amministratori avevano impegnato l'emittente a pagare per avvocati, esperti in relazioni pubbliche e consulenti in materia di voto, ed usufruito delle risorse umane interne ai fini della sollecitazione di deleghe. La domanda fu rigettata in ragione dell'interesse supremo all'informazione societaria.

5.4.2. Identificazione delle spese che gli amministratori possono addebitare all'emittente

Pur tenendo presente che i principi appena esposti sono propri di ordinamenti in cui la definizione di sollecitazione è molto più ampia rispetto alla nostra²⁵, la conclusione alla presente dissertazione, relativa ai principi a cui gli amministratori devono attenersi in caso di promozione di una sollecitazione anche se effettuata per il tramite dell'emittente, consiste in due possibili approcci legislativi²⁶.

Da una parte, gli amministratori avrebbero il diritto di utilizzare i fondi societari per le spese ragionevolmente sostenute, finanche rivolte a convincere gli azionisti della correttezza delle politiche societari intraprese ed a sollecitare il conferimento di deleghe, con l'ausilio altresì di consulenti in materia di voto, purché in buona fede e nell'interesse della società.

Dall'altra, in senso più restrittivo, sarebbe consentito loro l'utilizzo delle risorse dell'emittente al solo fine di informare gli azionisti delle decisioni gestionali assunte e delle relative motivazioni a sostegno purché a condizione che lo scopo sia il raggiungimento del *quorum* costitutivo in assemblea, e nulla più.

23. *V. Cullom v. Simmonds*, 285 App. Div. 1051 (N.Y. App. Div. 1955).

24. *V. Levin v. Metro Goldwyn – Mayer Inc., Inc.*, 264 F. Supp. 797 (S.D.N.Y. 1967).

25. La nozione di sollecitazione di deleghe in Italia è molto restrittiva. Come già detto, negli Stati Uniti vi è una sollecitazione di deleghe non appena una comunicazione (anche non contenente espressamente la richiesta di conferimento) sia diretta ad oltre dieci azionisti; del pari in Spagna si ha una sollecitazione di deleghe quando la stessa persona rappresenti più di tre azionisti.

26. In questo senso, E.R. ARANOW, H.H. EINHORN, *Proxy Contests for Corporate Control*, cit., pp. 498–499.

La differenza risiede nella contemplazione della richiesta di conferimento dei poteri rappresentativi²⁷.

A prescindere dalla difficoltà di discernimento delle spese sostenute per il raggiungimento del *quorum* costitutivo e non deliberativo²⁸, il vero scoglio che si rinviene è determinato da una imponente presenza di azionisti di maggioranza che in realtà rendono difficilmente contendibile la gestione. Questo però sta venendo pian piano meno anche in Italia; basti pensare al settore bancario in cui oramai vi è una massiccia presenza di investitori istituzionali ed *hedge fund* anche stranieri²⁹.

La prima opzione — anche se maggiormente delicata e di difficile attuazione — dovrebbe essere quella da perseguire, a patto che, a fronte di una maggiore facilità di utilizzo dei fondi societari da parte degli amministratori nella sollecitazione di deleghe promossa dall'emittente, vengano previsti rigorosi controlli *ex post* legati alla valutazione del comportamento degli amministratori e della ragionevolezza delle spese, magari anche da parte dell'autorità giudiziaria a cui si potrebbe rivolgere chi subisce la sollecitazione³⁰.

È indubbio che gli amministratori debbano trasmettere l'avviso di convocazione di assemblea nelle forme di legge a spese ovviamente dell'emittente. Ma se contestualmente gli stessi intendessero allegare (con lo stesso mezzo di diffusione) anche il prospetto ed modulo di delega, diviene rilevante valutare la legittimità del loro comportamento³¹. Non si sospetta tanto della liceità dell'inoltro contestuale dell'avviso di convocazione di assemblea e quello di sollecitazione, poiché in questo secondo deve essere indicata la data di convocazione dell'assemblea ma non se la stessa sia stata già effettivamente convocata³², quanto della conformità dell'operato dell'organo di

27. Cfr. M. BIANCA, *La rappresentanza dell'azionista nelle società a capitale diffuso*, cit., pp. 292 e ss.

28. La differenza incide sull'obiettivo che si sono fissati gli amministratori: volere continuare a mantenere la gestione nonostante l'avversità di parte degli azionisti, ovvero semplicemente dare una corretta informazione sull'operato e poi lasciare liberi gli stessi di decidere.

29. Gli ultimi dati elaborati, aggiornati al mese di marzo 2015, sono rinvenibili in F. BIANCONI, S. BRUNO, *Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze (proxy season 2013)*, Luiss Ceradi-Georgeson, Roma 2013, p. 7 e, con riferimento al settore bancario, negli atti del convegno "Assemblea e Corporate Governance: Proxy Season 2014" tenuto in Milano il 2 luglio 2014.

30. Dietro lo schema di rimborso delle spese di sollecitazione sussiste la medesima *ratio* che regola l'azione di responsabilità sociale da parte della minoranza: poiché il promotore sta agendo nell'interesse istituzionale e sociale dell'emittente, non può farsi carico delle spese connesse alla sollecitazione.

31. In Francia l'avviso di convocazione dell'assemblea e il prospetto e modulo di delega sono sistematicamente divulgati in via congiunta; per approfondire le criticità di abuso di questa prassi; v. Y. GUYON, *Droit des affaires*, cit., p. 301.

32. Dalla lettura dell'art. 136, co. 2, *Reg. Emitt.* non emergono dati testuali contrari a questo orientamento interpretativo della norma. Si riporta un estratto: "L'avviso indica: a) i dati identificativi del promotore e della società emittente le azioni per le quali viene richiesto il conferimento della delega; b) la

gestione allo spirito del *Regolamento Emittenti*. Effettivamente, abbattendo i costi di una eventuale successiva diffusione del prospetto e del modulo di delega vanno incontro all'esigenze di efficienza nella spesa delle risorse societarie, seppur allo stesso tempo si avvantaggino notevolmente perseguendo l'obiettivo di persuadere l'azionista, anziché informarlo. Diviene in questo senso arduo comprendere quali spese siano state sostenute dagli amministratori a favore dell'informativa societaria e quali viceversa sia state effettuate con l'intento di persuadere l'azionista a loro esclusivo interesse, proprio perché i costi effettivi per la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea e quelli di diffusione del prospetto e del modulo di delega potrebbero essere gli stessi.

5.5. Le ipotesi di limitazione a vantaggio di un'equità sostanziale

Lo stesso dicasi per le spese ed i costi fissi legati all'organizzazione dell'evento assembleare, senz'altro a carico dell'emittente. Per quale motivo tra questi non potrebbero rientrarvi anche i pagamenti a favore dei consulenti in materia di voto, che per esempio assistono l'organo di gestione nell'elaborare le politiche industriali, nel conteggiare le deleghe in fase pre-assembleare e nel tabulare i voti in corso di assemblea.

Il ruolo dei consulenti in materia di voto è ampio e riconducibile a svariati interessi endosocietari³³. Gli amministratori potrebbero anche servirsene al fine di garantire la presenza di un *quorum* costitutivo nell'interesse del corretto funzionamento dell'emittente³⁴. Ad ogni modo, potrebbero anche incaricare il medesimo consulente al fine di pianificare una sollecitazione deleghe da parte dell'emittente, creando così un'identità tra gli interessi dell'emittente e quelli degli amministratori (supportati dalla maggioranza).

Fino a che punto, dunque, è ragionevole limitare il pagamento dei servizi dei consulenti in materia di voto³⁵ con i fondi societari; trattasi di una que-

data di convocazione dell'assemblea e l'elenco delle materie all'ordine del giorno; c) le modalità di pubblicazione del prospetto e del modulo di delega nonché il sito internet sul quale sono messi a disposizione tali documenti; d) la data a partire dalla quale il soggetto a cui spetta il diritto di voto può richiedere al promotore il prospetto e il modulo di delega ovvero prenderne visione presso la società di gestione del mercato 445; e) le proposte di deliberazione per le quali si intende svolgere la sollecitazione". Tutte queste informazioni devono essere contenute nel prospetto di delega secondo il modello di cui all'Allegato 5B del Regolamento Emittenti.

33. Cfr. A. Gallego Córcoles, *op. cit.*, p. 17 e quanto ho già osservato al riguardo in G.N. ANTICHI, *Le Funzionalità delle assemblee: l'attuale legislazione nel confronto internazionale*, cit., p. 637.

34. Così E.R. ARANOW, H.H. EINHORN, *Proxy Contests for Corporate Control*, cit., p. 500.

35. Con lo stesso parametro di valutazione deve essere anche considerata la spesa per i servizi di relazioni esterne, quella di assistenza legale e contabile, nonché fino a che punto gli amministratori possono avocare a sé la fruizione dei dipendenti dell'emittente per l'organizzazione di una sollecitazione.

stione che deve essere valutata caso per caso e rimessa al dovere di diligenza degli amministratori, prima, e al controllo giudiziale, poi.

5.6. Sollecitazione da parte degli azionisti: rimborso delle spese da parte dei fondi societari

Altra problematica riguarda come dovrebbero essere ripartiti i costi di una sollecitazione nelle ipotesi in cui gli azionisti, in qualsiasi forma e/o composizione³⁶

Al fine di identificare con esattezza le spese rimborsabili agli azionisti che si sono fatto promotori di una sollecitazione di deleghe è inevitabile riferirsi al concetto di ragionevolezza già espresso *infra* § 16.1. a proposito dell'utilizzo dei fondi sociali da parte degli amministratori per la sollecitazione delle deleghe di voto da parte dell'emittente.

Ogni tipo di spesa, dunque, dalla stampa e spedizione del materiale di sollecitazione al compenso dei professionisti come ragionieri ed avvocati, per passare dal costo del consulente in materia di voto, dovrebbe essere addebitabile all'emittente purché soggetto ad un vaglio, se del caso giudiziale, circa la congruità della spesa complessiva.

Una particolare questione si prospetta con riguardo alle somme necessarie per il trasferimento a mente dell'art. 136, co. 7, *Reg. Emitt.* dei dati identificativi degli intermediari partecipanti sui conti dei quali sono registrate azioni della società emittente nonché la relativa quantità di azioni, quelli dei soggetti cui spetta il diritto di voto che non abbiano espressamente vietato la comunicazione dei propri dati e dei soggetti che abbiano aperto conti in qualità di intermediari e la quantità di azioni della società emittente rispettivamente registrata su tali conti, nonché quelli dei soci. Trattasi di costi imprescindibili per dare inizio ad una sollecitazione ai quali il promotore deve fare fronte, ma che allo stesso modo sono di dubbia rimborsabilità.

La facoltà di rimborso delle spese rappresenta il fulcro dello studio ed, allo stesso tempo, la risposta al quesito iniziale sulla base del quale ha trovato spinta. In sostanza, per dare vitalità all'istituto della sollecitazione di deleghe anche nel nostro ordinamento, seppur con i dovuti distinguo in ragione dalla differente distribuzione dei poteri all'interno dell'assetto societario rispetto al contesto giuridico in cui l'istituto di cui trattasi è stato concepito, è imprescindibile che l'emittente si faccia carico anche parzialmente delle spese sostenute ed anticipate dall'azionista promotore e

36. Il *Reg. Emitt.* all'art. 136 enuncia l'espressione «chiunque», con o senza ausilio dei *Proxy Advisors.*, si facciano promotori.

ridimensioni l'accesso ai fondi sociali da parte degli amministratori che per il tramite dell'emittente promuovono una sollecitazione.

Premessa l'impellenza di una soluzione almeno regolatoria che fornisca strumenti adeguati anche ai promotori differenti dall'emittente, si propone due diverse soluzioni da prendere in considerazione ai fini di una analisi d'impatto sulla normativa vigente³⁷.

L'associazione del rimborso delle spese di sollecitazione allo scopo di garantire un corretto governo societario fa sì che sia l'utilizzo dei fondi sociali in misura ragionevole da parte degli amministratori sia il rimborso delle spese di sollecitazione sostenute dall'azionista promotore vittorioso siano strumentali al raggiungimento della coerenza informativa alla base dell'espressione di un voto consapevole.

5.6.1. *Il percorso logico-giuridico che ne legittimerebbe la previsione (anche normativa)*

Un meccanismo di rimborso di spese assimilabile a quello in parola, e non del tutto estraneo al suo scopo teleologico, lo si può rintracciare anche nel codice civile italiano. All'art. 2393-bis, co. 5, c.c. è invero normativizzata una fattispecie simile, seppur in materia di azione sociale di responsabilità da parte della minoranza nei confronti degli amministratori.

In caso di accoglimento di predetta domanda, la società è tenuta a rimborsare agli attori le spese del giudizio e quelle sopportate nell'accertamento dei fatti che il giudice non abbia posto a carico dei soccombenti o che non sia possibile recuperare a seguito della loro escussione. Tralasciando ogni ulteriore approfondimento circa l'azione sociale di responsabilità, vi è da chiedersi se estendere prefata disposizione anche alla sollecitazione di deleghe promossa dagli azionisti e/o terzi sia conforme ai principi costituzionali ed alla *ratio* dell'istituto³⁸.

La risposta è positiva perlomeno nella misura in cui la *ratio* che soggiace al rimborso delle spese sostenute dagli azionisti per la promozione di un'azione sociale di responsabilità risiede nel fatto che, pur trattandosi di iniziativa di parte della compagine sociale, l'interesse perseguito è

37. La differente scelta legislativa risiede nel fatto di far (o meno) autorizzare dall'assemblea il rimborso delle spese sostenute dall'azionista promotore.

38. In tema di rimborsabilità delle spese sopportate dai soci di minoranza si è sviluppata la tesi che attribuisce all'iniziativa della minoranza la natura di gestione di affari. Cfr., in questo senso, L. SAMBUCCI, *art. 2393-bis c.c.*, in *Delle Società, dell'azienda, della concorrenza*, D.U. SANTOSUOSSO (a cura di), in *Commentario del codice civile*, E. GABRIELLI (diretto da), tomo II, Utet Giuridica, Torino 2015, p. 426, in cui si sostiene che la fattispecie è sussumibile nella «disciplina generale della *negotiorum gestio*, che fa obbligo all'interessato di tenere indenne il gestore delle spese necessarie e di quelle utili ogniqualvolta la gestione sia stata utilmente iniziata (art. 2031 c.c.) e, in mancanza di tale requisito, quando vi sia stata ratifica dell'interessato (artt. 2032 e 1720 c.c.)».

quello sociale, ovvero dell'emittente medesima. Lo stesso ragionamento logico-giuridico sta al di sotto della sollecitazione di deleghe promossa dall'azionista od un terzo: anche in questa circostanza, seppur la sollecitazione sia promossa da una soggettività estranea all'ente, l'interesse perseguito — anche in ipotesi di mancata vittoria dell'iniziativa — è quello sociale, ovvero dell'emittente.

5.6.2. *Il rimborso delle spese di una sollecitazione vittoriosa*

Ed ancora, se il rimborso delle spese di sollecitazione sostenute dall'azionista promotore vittorioso è subordinato all'equilibrio dei poteri fra organi societari e, pertanto, è legittimo di per sé, ogni eventuale decisione al riguardo sottoposta all'assemblea degli azionisti³⁹

Quanto detto, al di là di tutte le questioni che si porrebbero in sede di autorizzazione al rimborso delle spese di sollecitazione sostenute dall'azionista promotore vittorioso⁴⁰, si potrebbe logicamente e giuridicamente argomentare che, laddove le spese di sollecitazione sostenute dall'azionista promotore vittorioso siano ragionevoli, documentate e subordinate ad uno scopo sociale e non meramente all'ottenimento del controllo dell'ente, l'organo di gestione, senza l'autorizzazione da parte dell'assemblea, potrebbe dare ordine anche tramite un meccanismo di automatizzazione⁴¹ al rimborso di dette spese.

5.6.3. *Meritevolezza del rimborso anche per una non vittoriosa: preminenza dell'interesse sociale e competenza assembleare*

Un'ulteriore circostanza, non poi così remota, potrebbe rivenirsi quando l'azionista promotore sia rimasto parzialmente vittorioso. In questi casi è

39. Presumibilmente dovrebbe trattarsi di una deliberazione da assumersi in sede ordinaria giacché fuori dal novero apparentemente tassativo di cui all'art. 2365 c.c., a cui segue, sulla stregua della tesi della natura di gestione di affari, il significato per cui la società sarebbe tenuta a rimborsare per intero i costi sostenuti dalla minoranza che abbia esercitato un'azione, ma anche più in generale un'attività, sopportando in proprio l'onere economico di tali iniziative senza che il diritto della minoranza ad essere tenuta indenne integralmente secondo la disciplina della gestione di affari possa trovare limitazioni. V., ancora, L. SAMBUCCI, *op. loc. ult. cit.* sarebbe superflua giacché l'autorizzazione al pagamento illegittimo di somme, ancorché all'unanimità, risulterebbe priva di effetto. Per le stesse ragioni, se il pagamento fosse legittimo, l'autorizzazione assembleare non è necessaria.

40. Si pensi che, se quell'azionista ha fatto utilizzo dello strumento della sollecitazione, significa che non ha la maggioranza dei voti. Quindi, se è riuscito ad ottenere un numero sostanzioso di deleghe per poter far passare la sua politica di voto una volta, non è detto che vi riesca di nuovo, specie se in sede di autorizzazione al rimborso delle spese da lui sostenute.

41. Si rimanda *infra* § 21.1. per la proposta di un meccanismo simile a quello di cui all'azioni di responsabilità da parte della minoranza *ex art. 2393-bis*, co. 5, c.c.

certamente più discutibile un ipotetico meccanismo automatico di rimborso, dovendosi preferire viceversa un passaggio assembleare.

Seppur con qualche forzatura, vi è chi ha sostenuto⁴² che anche in caso di insuccesso della sollecitazione di deleghe l'emittente sia tenuta al rimborso delle spese al promotore.

Se sostituissimo la finalità di *corporate purpose* per la quale vengono promosse le sollecitazioni con quella di maggiore divulgazione di informazioni circa le politiche societarie, allora potremmo giustificare anche il rimborso delle spese sostenute dall'azionista promotore non vittorioso in quanto teleologicamente connesse all'aumento del grado informativo della compagine sociale⁴³. In altri termini, anche in caso di insuccesso della sollecitazione all'interno dell'ambito assembleare si garantisce un dibattito tra due o più visioni contrapposte circa le scelte gestionali dell'emittente di cui gli azionisti non possono altro che beneficiare in termini di maggiore consapevolezza di voto.

Non solo, altri⁴⁴ hanno anche sostenuto che, se veramente l'utilizzo da parte degli amministratori dei fondi sociali per la promozione di sollecitazioni è volto a sostenere un giudizio di gradimento da parte degli azionisti in sede di voto delle proposte di delibera dell'organo di gestione, a maggior ragione lo stesso dovrebbe essere permesso nell'ipotesi in cui l'iniziativa sia di soggetti diversi dagli amministratori.

Tuttavia, due sono le problematiche connesse ad un'impostazione di questo genere: la prima relativa al rischio di incoraggiare la promozione di sollecitazione del tutto irresponsabili e non adeguatamente fondate; la seconda, invero, legata alle formule di calcolo della percentuale di spese rimborsabile⁴⁵.

42. Di siffatto tenore F.C. LATCHAM, F.D. EMERSON, *op. cit.*, p. 5 e S.W. MINTZ, *op. cit.*, p. 90.

43. Cfr. D.M. FRIEDMAN, *op. cit.*, p. 951.

44. Il riferimento va ovviamente alla letteratura statunitense, la più attenta a queste tematiche da sempre. Così, note, *Proxy Solicitation Costs and Corporate Control*, in *Yale L.J.*, 61, 1952, p. 229; B.W. COPPLE, *Deductions – Income Taxation – Taxation – Shareholder can Deduct Proxy Fight Expenditures Under Section 212 of the Internal Revenue Code of 1954*, *Surasky v. United States*, 325 f. 2d 191 (5th cir. 1963), in *Tex. L. Rev.*, 42, 1963–1964, p. 558; L.S. MACHTINGER, *op. cit.*, p. 212; NOTE, *Corporations – Payment of Proxy Solicitation Expenses – an Aspect of Corporate Democracy*, *cit.*, p. 825; L.D. STIFEL, *Shareholder Proxy Fight Expenses*, *cit.*, p. 339; NOTE, *Standards of Disclosure in Proxy Solicitation of Unlisted Securities*, in *Duke L.J.*, 1960, p. 623; NOTE, *Proxy Solicitation*, in *Wash. & Lee L. Rev.*, 35, 1978, p. 867; NOTE, *Proxy Solicitation During Corporate Dissolution*, *cit.*, p. 367; NOTE, *Payment of Proxy Solicitation Expenses – an Aspect of Corporate Democracy*, in *NYU L. Rev.*, 31, 1956, p. 825; e NOTE, *Corporations. Powers of Stockholders*, *cit.*, p. 1132.

45. Cfr. F.D. EMERSON, F.C. LATCHAM, *Proxy Contests*, *cit.*, p. 436, in cui i due autori statunitensi sono del parere che la percentuale di rimborso debba essere condizionata alla capacità del promotore di ottenere deleghe di voto in sede di votazione. La c.d. *proportional reimbursement formula* mette in relazione i costi sostenuti dagli amministratori a sostegno della propria politica di voto ed i reali voti ottenuti tramite la sollecitazione.

5.7. Giudizio di ragionevolezza delle spese da parte di un comitato endoconsiliare indipendente

Nella speranza che la presente ricerca incoraggi un dibattito circa l'operatività della parità di accesso ai fondi societari nel contesto della sollecitazione di deleghe, effettivamente mai iniziato almeno in Italia, si conclude con alcuni cenni di tecnica giuridica sulle modalità di distribuzione delle spese e del relativo rimborso anche sulla scorta delle normative attualmente vigenti nello Stato di *New York* e nel *Delaware*.

Con riferimento alla distinzione tra poteri formali e sottostante posizione sostanziale del promotore nell'ottica di un'effettiva eguaglianza di trattamento tra azionisti e, a loro volta, tra azionisti ed amministratori, la parità di accesso alle risorse societarie dovrebbe essere condotta a condizione che ogni tipo di spesa sia rintracciabile e ragionevole, possibilmente esplicitata anche nel prospetto informativo e l'obiettivo della sollecitazione vada nel senso della trasparenza nelle scelte di governo e, soprattutto, nel primario interesse dell'ente.

Il processo decisionale endosocietario dovrebbe essere standardizzato in favore di una maggiore rapidità di scelta: nonostante ci si ponga innanzi ad un dilemma di non facile soluzione nello stabilire quale organo sociale sia competente, il quadro sistematico previsto dagli artt. 2364, n. 3, e 2389 c.c. in materia di distribuzione delle competenze tra organi sociali occorre in aiuto⁴⁶.

Per un verso, il rimborso delle spese di sollecitazione è parte integrante del sistema di organizzazione della società nonché elemento cruciale per il conseguimento degli obiettivi di gestione tanto da rappresentare uno strumento di controllo societario. Pertanto, l'organo di elezione sembrerebbe dover essere proprio il consiglio di amministrazione, ossia organo deputato a valutare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo della società.

Per altro verso, una competenza esclusiva del *plenum* consiliare esporrebbe al rischio di un rimborso spese da parte degli amministratori in favore di se medesimi in palese stato di conflitto.

Una risposta regolatoria efficace parrebbe allora l'attribuzione della competenza in capo all'organo assembleare.

In ragione della molteplicità di soluzioni, il regolatore italiano dovrebbe optare per una di compromesso: attribuire la potestà decisionale al consiglio di amministrazione, sentito il parere di un comitato endoconsiliare indipendente.

46. V., *ex multis*, P. ABBADESSA, A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nella S.p.A.*, in *Riv. soc.*, 2-3, 2010, pp. 269 e ss.; P. ABBADESSA, *L'assemblea: competenza*, in G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, vol. III, Torino 1994, pp. 13 e ss.

Potrebbe allora ipotizzarsi, da una parte, l'adozione di una deliberazione assembleare in sede ordinaria avente ad oggetto le modalità ed i limiti di rimborso a favore del promotore⁴⁷, soluzione a dire il vero poco aderente ai principi generali in tema di ripartizione delle competenze tra organi societari, ovvero, dall'altra, laddove il regolatore introduca effettivamente un obbligo di rimborso, un'autorizzazione *ex post* all'uso delle risorse societarie da parte degli amministratori alla stregua del giudizio di ragionevolezza da parte di un comitato endoconsiliare indipendente⁴⁸.

Questa seconda soluzione potrebbe ritenersi valida nella misura in cui già altri casi simili, come ad esempio la remunerazione degli amministratori cosiddetti delegati, ovvero «muniti di cariche particolari in conformità allo statuto», è stato adottato il medesimo meccanismo decisionale⁴⁹.

5.8. Postilla: plausibile struttura della fase giudiziale volta al rimborso spese da parte dell'emittente

Rimane sempre la possibilità che gli amministratori, nel contesto di una sollecitazione promossa dall'emittente, pongano a carico della medesima tutte i relativi costi oltre i limiti di ragionevolezza, ovvero che la richiesta di rimborso da parte dell'azionista o del terzo vittorioso (o anche non) venga rigettata dall'assemblea o, se di competenza del consiglio di amministrazione, bollata con parere negativo da parte del comitato indipendente.

Da una parte, la patologia potrebbe essere risolta conferendo efficacia vincolante al parere del comitato. In altri termini, nel caso in cui quest'ultimo non ritenga ragionevoli le spese che gli amministratori hanno affrontato per promuovere una sollecitazione per il tramite dell'emittente, il consiglio

47. Laddove è l'emittente, il costo ricade personalmente sugli amministratori, i quali sono tenuti a rifondere all'ente le spese sostenute; mentre, nel caso il promotore sia un terzo od un azionista, questi avrebbero diritto di vedersi rimborsate in tutto o in parte le spese anticipate nel corso della sollecitazione.

48. Cfr., sul sistema di controllo interno nelle società quotate, P. MONTALENTI, S. BALZOLA, *La società per azioni quotata*, Zanichelli, Bologna, 2010, pp. 117 e ss. in cui gli A. esaminano il Codice di autodisciplina (art. 4) dal punto di vista dell'organizzazione dei comitati interni al consiglio di amministrazione.

49. Per un ampio commento sulla ripartizione di competenze in tema di remunerazione degli amministratori, v. M. FRANZONI, *Della società per azioni. Disposizioni generali degli amministratori*. Artt. 2380-2396, in *Comm. Scialoja Branca*, tomo III, vol. I, Bologna-Roma 2008, pp. 331 e ss.; A.L. BONAFINI, Art. 2389, in P. MARCHETTI, L. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (a cura di), *Commentario alla riforma delle società*, Milano 2005, pp. 343 e ss.; P. RAINELLI, Art. 2389, in G. COTTINO, O. CAGNASSO (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, Bologna 2004, pp. 736 e ss.; G.D. MOSCO, Art. 2389, in G. NICCOLINI, A. STAGNO, d'alcontres (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli 2004, pp. 634 e ss. Per una trattazione dell'argomento antecedentemente alla riforma del diritto societario, cfr. V. CASELLI, *La determinazione del compenso*, in G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, Torino 2004, pp. 49 e ss.

di amministrazione sarà inibito dal deliberarne il rimborso con conseguente traslazione degli oneri in capo ai singoli membri ed un loro diverso comportamento che non dia seguito al parere li esporrebbe sul piano della responsabilità verso la società ai sensi dell'art. 2392 c.c.

Dall'altra, per mezzo dell'impugnazione della deliberazione assembleare ex artt. 2373 e 2377 c.c. per abuso di voto positivo della maggioranza⁵⁰, ovvero, se percorsa la strada di una competenza consiliare, dell'impugnazione ex art. 2388, co. 4, ultima parte, c.p.c.⁵¹ con il quale il promotore azionista deduce l'illegittimità della delibera sfavorevole del comitato indipendente perché lesiva di un suo diritto e, conseguentemente, la condanna della società al rimborso delle spese sostenute⁵².

50. Il vizio di eccesso di potere nelle delibere assembleari è il risultato della trasposizione nel diritto commerciale di una categoria propria del diritto amministrativo operata dalla più recente giurisprudenza di legittimità. Tale profilo di invalidità, invocabile nella fattispecie *de qua*, ricorre allorché la delibera appaia arbitrariamente e fraudolentemente preordinata dai soci di maggioranza a perseguire interessi divergenti da quelli societari, ovvero ledere i diritti del singolo socio. Di questo tenore, Cass. 17 luglio 2007 n. 15942, in *Società*, 3, 2008, p. 306, con nota di M.P. FERRARI, *Invalidità delle delibere assembleari: difetto di convocazione ed abuso di potere*; Cass. 12 dicembre 2005 n. 27397, in *Impresa*, 2006, p. 482; Cass. 11 giugno 2003 n. 9353, in *Società*, 2003, p. 1352; Cass. 26 ottobre 1995 n. 11151, *ivi*, 1996, p. 295; Cass. 4 maggio 1994 n. 4323, in *Foro it.*, 1995, I, p. 633. Anche in dottrina si è sostenuta l'invalidità di siffatte delibere sia facendo discenderne il vizio dall'art. 2373 c.c., ovvero da una interpretazione estensiva della nozione di conflitto di interessi, sia quale declinazione del principio generale di buona fede ex art. 1375 c.c. Per il primo filone, v., tra tutti, M. CASSOTTANA, *L'abuso di potere a danno della minoranza assembleare*, Milano 1991, pp. 12 e ss.; mentre i sostenitori del secondo sono C. PASQUARIELLO, *Il principio di correttezza applicato alle delibere assembleari: l'abuso della regola di maggioranza al vaglio dei giudici*, in *Giur. comm.*, 2002, II, p. 135; G. ZAGRA, *Una fattispecie particolare di acquisto di azioni proprie*, in *Società*, 2001, p. 1387 e A. DE BLASI, *L'eccesso di potere nelle deliberazioni assembleari di S.p.A.*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1995, p. 636. Ben prima, vi fu chi, come A. DE GREGORIO, *Impugnativa di deliberazioni delle società per azioni contrarie all'interesse sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 1951, II, p. 229; M. DETTI, *Elemento soggettivo delle deliberazioni assembleari delle società per azioni e scopo depredatorio della maggioranza*, in *Giust. civ.*, 1962, p. 285 e P. JAEGER, *L'interesse sociale*, 1963, p. 194, ebbe ad incentrare il rilievo sulla violazione della causa del contratto sociale.

51. Per espresso rinvio di legge si applicano, in quanto compatibili, gli artt. 2377 e 2378 c.c. relativi al procedimento di impugnazione della deliberazione assembleare, già esaminati nella nota che precede.

52. La norma in parola non fornisce comunque legittimazione ad agire al terzo che rimarrebbe sprovvisto di tutela sia obbligatoria sia reale. È ad ogni modo prematuro ed imprudente addentrarsi in questi ragionamenti *de iure condendo* fintanto che il regolatore non si intende a rinnovare il proprio orientamento sul punto dell'allocazione dei costi di sollecitazione in sede di *Regolamento Emittenti*.

Bibliografia

- AA.Vv., *The Courts and the development of Commercial Law*, PIERGIOVANNI V. (a cura di), Berlino 1987.
- AA.Vv., *Commentario al Codice Civile*, P. CENDON (a cura di), Milano, Giuffrè, 2010.
- AA.Vv., *Il recepimento della direttiva sui diritti degli azionisti*, Atti del convegno “Il recepimento della direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti”, tenutosi all’Università degli Studi “La Sapienza” il 29 ottobre 2010, in *Giur. comm.*, 2011, I, p. 955.
- AA.Vv., *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti (d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27)*, in *Nuove leg. civ. comm.*, 3, Padova, Cedam, 2011.
- AA.Vv., *Società, banche e crisi d’impresa: liber amicorum Pietro Abbadessa*, M. CAMPOBASSO, V. CARIELLO, V. DI CATALDO (diretto da), Torino, Utet Giuridica, 2014.
- ABBADESSA P., *La gestione dell’impresa nella società per azioni*, Milano, 1975.
- , *L’assemblea: competenza*, in G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, vol. III, Torino, 1994.
- , *Il nuovo ruolo dell’assemblea nella società per azioni*, in AA.Vv., *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, il Mulino, 2002, pp. 163 e ss.
- ABBADESSA P., MIRONE A., *Le competenze dell’assemblea nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2–3, 2010, pp. 269 e ss.
- ABRIANI N., AMBROSINI S., MONTALENTI P., CAGNASSO O., *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, G. COTTINO (diretto da), vol. IV, tomo I, 2010.
- AIELLO A., *Art. 138 e 141, Art. 138*, in *Il Testo Unico della Finanza*, M. FRATINI, G. GASPARRI (a cura di), tomo II, Utet Giuridica, 2012, p. 1870.
- ALLAIRE Y., *Proxy advisors: Who are these guys?*, in *Financial Post*, 11 maggio 2012.
- ALPA G., *La cultura delle regole. Storia del diritto civile italiano*, Bari 2000.
- ALONSO UREBA A., GARCIMARTIN ALFÉREZ F., PERDICES HUETOS A., GÓMEZ-SANCHA TRUEBA I., *Transparencia accionarial y buen gobierno corporativo*, Centro de Gobierno Corporativo, Serie Investigaciones y Publicaciones, 2010.
- ANGELICI C., *Le disposizioni generali sulla società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, P. RESCIGNO (diretto da), vol. 16, Torino 1985, p. 212.
- , *Le azioni. Artt. 2346–2356*, in *Il codice civile. Commentario*, P. SCHLESINGER (diretto da), Milano 1992.
- , *Delle società per azioni: le azioni*, in *Commentario*, P. SCHLESINGER (a cura di), Milano 1992.

- , *Le disposizioni generali sulla società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, P. RESCIGNO (diretto da), vol. XVI, tomo II, Torino, Utet Giuridica, 1985.
- , *Sulla «inscindibilità» della partecipazione azionaria*, in *Riv. dir. comm.*, 1985, I, p. 124.
- , *Le basi contrattuali della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE (diretto da), vol. I, tomo I, Torino, Utet, 2004, pp. 101–163.
- , *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, p. I.
- ANGELONI V., AZZARIITI G., GIANNINI G.T., VEDANI A., *Prima raccolta completa della giurisprudenza sul Codice di Commercio*, Milano 1918–1925.
- ANNARATONE R., *Sub art. 2347*, in *Commentario al codice civile*, P. CENDON (a cura di), Milano 2010.
- ANTICHI G.N., *Nelle assemblee societarie spunta il voto divergente*, in *Il Sole 24 Ore*, Osservatorio Ceradi–Luiss, 2 dicembre 2012.
- , *Le Funzionalità delle assemblee: la disciplina in italiana nel confronto internazionale*, in *Dir. fall.*, 5, I, 2014, p. 603.
- , *Does the Italian regulator provide efficient cost allocation in proxy contests?*, LUISS Working Papers n. 2/2015, 2015.
- ARANOW E.R., EINHORN H.H., *Proxy Contests for corporate control: A treatise on the legal and practical problems of management and insurgents in a corporate proxy contest*, II ed., Columbia Univ. Pr., New York 1963.
- , *Corporate Proxy Contests Expenses of Management and Insurgents*, in *Cornell L. Rev.*, 42, 1956, p. 4.
- ARMOUR J., McCAHERY J.A., *After Enron. Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and in the US*, Oxford 2006.
- ASCARELLI T., *Appunti di diritto commerciale*, II ed., Roma 1936.
- , *Istituzioni di diritto commerciale*, Milano, Giuffrè, 1938.
- , *Riflessioni in tema di titoli azionari, personalità giuridica e società tra società*, in *Saggi di diritto commerciale*, Milano 1955, pp. 219 e ss.
- , *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, p. I.
- , *Rappresentanza assembleare dell'azionista da parte della stessa società o di una banca*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1956, II, p. 243.
- , *Corso di diritto commerciale*, Milano 1962.
- ASQUINI A., *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1947, I, p. 23.
- , *Dal Codice di Commercio del 1865 al libro del lavoro del codice civile del 1942*, in *Riv. dir. comm.*, 1967, I, p. I.
- ATELLI M., *Tutela della sfera privata e sollecitazione delle deleghe di voto*, in *I contratti del mercato finanziario*, E. GABRIELLI, R. LENER (a cura di), ed. II, tomo I, in *Trat-*

- tato dei contratti, P. RESCIGNO, E. Gabrielli (diretto da), Torino, Utet Giuridica, 2011.
- 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/I, 2010.
- ATZLER E., *Die Aktionärsflüsterer*, in *Financial Times Deutschland*, 27 gennaio 2010.
- AULETTA G., *L'ordinamento della società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 1961, p. 1.
- AXE L.H., *Corporate proxies*, in *Mich. L. Rev.*, 41, 1942–1943, p. 38.
- BACHMANN G., *Der “Europäische Corporate GovernanceRahmen” – Zum Grünbuch 2011 der Europäischen Kommission*, in *WM*, 28, 2011, pp. 1301–1310.
- BAINBRIDGE S.M., *Redirecting state takeover laws at proxy contests*, in *Wis. L. Rev.*, 1992, p. 1071.
- BALP G., *Art. 141*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza d.lgs. 24.02.1998 n. 58*, P.G. MARCHETTI, L.A. BIANCHI (diretto da), Milano 1999, p. 1372.
- , *Le società azionarie in Germania alla fine del 2000*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 968.
- BALZARINI P., *Certificati d'investimento e titres participatifs: nuovi tipi di valori mobiliari*, in *Quadrimestre*, 1984, pp. 672 e ss.
- BALZOLA S., *Record date e rappresentanza assembleare nelle società quotate: armonie e disarmonie (anche alla luce del d.lgs. 18 giugno n. 91)*, in *Banca, Borsa, tit. cred.*, 2013, I, p. 754.
- BANNER S., *Anglo – American Securities Regulation*, Cambridge 1998.
- BARACHINI F., *In tema di diritto di ispezione del socio sulle deleghe assembleari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, II, p. 119.
- BARBIERA L., *Il corporate governance in Europa*, Milano 2000.
- BARCA F., SIGNORINI E., *Indicazioni e proposte per una disciplina della sollecitazione di deleghe di voto*, in *Mimeo*, 1996.
- BAUMS T., *Vollmachtstimmrecht der Banken – Ja oder nein?*, in *AG*, 1996, p. 11.
- , *Shareholder Representation and Proxy Voting in the European Union: A Comparative Study*, Paper, presented at the Conference on Comparative Corporate Governance Max-PlanckInstitut für Ausländisches und Internationales Privatrecht, Amburgo, 15–17 maggio, 1997.
- , *Il Sistema di “corporate governance” in Germania ed i suoi recenti sviluppi*, in *Riv. soc.*, 1999, p. 1.
- , *Bericht der Regierungskommission Corporate Governance. Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle, Modernisierung des Aktienrechts*, Verlag Dr. Otto Schmidt, Köln 2001.
- BAUMS T., VON RANDOW P., *Des Markt für Stimmrecht*, in *AG*, 1995, p. 145.

- BAUMS T., SCHMITZ R., *Shareholder Voting in Germany*, Arbeitspapier Nr. 76, Uni Osnabrück, 1998.
- BEBCHUK L.A., KAHAN M., *A Framework for Analyzing Legal Policy Towards Proxy contests*, in *Calif. L. Riv.*, 78, 1990, p. 1071.
- BELINFANTI T.C., *The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control*, in *Stan. J.L. Bus. & Fin.*, 14, 2008–2009, p. 384.
- BELLAVITE PELLEGRINI C., *Corporate Governance e assemblea delle società quotate in Italia: un'indagine empirica*, in *Riv. soc.*, 2006, p. 401.
- BELLI F., ROVINI C., *Ripporto (contratto di)*, in *Noviss. Dig. it.*, A. AZARA, E. EULA (diretto da), III ed., vol. I, Torino 1957–1975, pp. 541 e ss.
- BERLE A., *The 20th Century Capitalist Revolution*, New York 1954.
- , *Power without property*, New York 1959.
- BERLE A., MEANS G., *The modern corporation and private property*, New York 1932, trad. it. *Società per azioni e proprietà privata*, Torino 1966.
- BERTOLOTTI A., SPIOTTA M., *Assemblea e amministratori*, G. CAVALLI (a cura di), Torino Utet Giuridica, 2013.
- BETHEL J., GILLAN S., *The Impact of the Istitutional and regulatory Environment on Shareholder Voting*, in *Financial Management*, 31, 2002, pp. 5–20.
- BIAMONTI L., *Rappresentanza degli azionisti in assemblea da parte di istituti di credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1956, I, pp. 520 e ss.
- BIANCA C.M., *Diritto civile, Il contratto*, II ed., Milano, Giuffrè, 2000.
- BIANCA M., *Brevi riflessioni sulle clausole statutarie in tema di nomina dei sindaci di minoranza nelle società quotate*, in *Riv. dir. comm.*, 2000, I, p. 645.
- , *La rappresentanza dell'azionista nelle società a capitale diffuso*, Padova, Cedam, 2003.
- , *Luci ed ombre nella nuova disciplina della rappresentanza assembleare*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 1197.
- BIANCONI F., BRUNO S., *Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze (proxy season 2013)*, Luiss Ceradi – Georgeson, Roma 2013.
- BIGIAVI W., *Estensione dell'usufrutto alle azioni «optate»?* , in *Riv. dir. trim. dir. proc. civ.*, 1947, pp. 584 e ss.
- BIONE M., *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. COLOMBO, G. Portale (diretto da), vol. II, tomo I, Torino 1991.
- BISOGLI G.B., *Sub. art. 2352 c.c.*, in *Azioni, Commentario alla riforma delle società*, P.G. MARCHETTI(diretto da), Milano 2008, pp. 482 e ss.
- BALCK B.S., *Shareholder Passivity Reexamined*, in *Mich. L. Rev.*, 89, 1990–1991, p. 520.
- BLANDINI A., *L'intervento e la rappresentanza in assemblea e l'art. 10 della Direttiva 2007/36/CE: Prime considerazioni e proposte*, in *Soc.*, 4, 2009, p. 511.

- BOCCA R., *Sub art. 2347*, in *Il nuovo diritto societario (artt. 2325–2409 c.c.)*, G. COTTINO, G. BONFANTE, O. CAGNASSO, P. MONTALENTI (diretto da), vol. I, Bologna 2004.
- BONAFINI A.L., *Art. 2389*, in P. MARCHETTI, L. BIANCHI, F. GHEZZI, M. Notari (a cura di), *Commentario alla riforma delle società*, Milano 2005.
- BONAZZA P., *Società fiduciaria e rappresentanza organica*, in *Dir. fall.*, I, I, 1991, pp. 74–85.
- BOULOC B., *Les nouvelles valeurs mobilières: les certificats d'investissement e les titres participatifs*, in *Rev. soc.*, 1983, pp. 501 e ss.
- BRADY K.F., MCCHESENEY F.G.X., *Proxy Solicitation and Contested Director Elections*, in *Bus. L. Today*, 2010, p. 1.
- BRANDEIS L., *Opportunity in the Law*, in *American Law Review*, 39, 1905, p. 555.
- BRIGGS T.W., *Shareholder Activism and Insurgency Under the New Proxy Rules*, in *Bus. Law.*, 50, 1994–1995, p. 99.
- BRIOLINI F., *Partecipazione al sistema di gestione accentrata, “comunicazione dell’intermediario”, intervento e voto in assemblea. Note sul nuovo art. 2370 c.c.*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, I, pp. 33 e ss.
- BRUNO S., *I poteri di iniziativa assembleare degli azionisti*, in *Giur. comm.*, 2010, I, p. 736.
- , *Directors’ Versus Shareholders’ Primacy in U.S. Corporations Through the Eyes of History: Is Directors’ Power “Inherent”?*, in *ECFR*, 2012, pp. 421–445.
- , *Ruolo dell’assemblea di s.p.a. nella corporate governance*, Collana di Studi Luiss, 24, Padova, Cedam, 2012.
- BRUNO S., RUGGIERO E., *Introduction e Chapter 2: Italy*, in AA.Vv., *Public Companies and the Role of Shareholders. National Models towards Global Integration*, Kluwer Law International, 2011.
- BUCHANAN B.G., NETTER J.M., POULSEN A.B., YANG T., *Shareholder Proposal Rules and Practice: Evidence from a Comparison of the United States and United Kingdom*, in *ABLJ*, 49, 2012, p. 739.
- BUONOCORE V., *Le situazioni soggettive dell’azionista*, Morano, Napoli, 1960.
- BUSANI A., *Più partecipazione all’assemblea delle società*, in *Soc.*, 4, 2010, p. 401.
- BUSI C.A., *Assemblea e decisioni dei soci nelle società per azioni e nelle società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto dell’Economia*, E. PICOZZA, E. GABRIELLI (diretto da), Padova 2008, p. 750.
- BUTLER H.N., MCCHESENEY F.S., *Why theory give at the office: shareholders welfare and corporate philanthropy in the contractual thoery of the corporation*, in *Cornell L.R.*, 1999, p. 1195.
- BUTTARO L., *In tema di rappresentanza degli azionisti da parte di banche*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1967, I, p. 477.

- CAGNASSO O., voce *Azioni di società*, in *Dig. disc. priv., Sez. comm.*, Torino 1987, pp. 127 e ss.
- CALABRESI G., *A Common Law for the Age of Statutes*, 1982.
- , *Ideals, Beliefs, Attitudes and the Law*, 1985.
- CALABRESI G., BOBBITT P., *Tragic Choices*, 1978.
- CALANDRA BUONAURA V., *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni*, Milano 1985.
- CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale*, vol. 2, *Diritto delle società*, CAMPOBASSO M. (a cura di), Torino 2006.
- , *Diritto commerciale*, VIII ed., vol. II, Milano, Utet Giuridica, 2012.
- CAMPUS G., *Intervento e informazione nelle assemblee on line di società quotate tra legislazione nazionale e comunitaria*, in *Riv. dir. soc.*, I, 2010, pp. 457 e ss.
- CANAPERI A., Art. 142, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza d.lgs. 24.02.1998 n. 58*, MARCHETTI P.G., BIANCHI L.A. (diretto da), Milano 1999, p. 1413.
- CAPOLINO O., Art. 142, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, G. ALPA, F. CAPRIGLIONE F. (a cura di), tomo II, Padova 1998, p. 1297.
- CARDARELLI M.C., *Audizione del 27 gennaio 1998 del Direttore Generale dell'Assonime*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 240.
- , *Le deleghe di voto*, in *Intermediari finanziari, mercato, società quotate*, A. PATRONI GRIFFI, M. SANDULLI, V. SANTORO (a cura di), Torino 1999.
- , *Sub art. 2347*, in *La riforma delle società*, M. SANDULLI, V. SANTORO (a cura di), vol. I, Torino 2003.
- CARIELLO V., SPOLIDORO M.S., *Azioni e altri strumenti finanziari*, in *AA.VV., Parere dei componenti del Collegio dei docenti del dottorato di ricerca in diritto commerciale interno e internazionale*, Università cattolica di Milano, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 1453 e ss.
- CARINGELLA F., *Manuale di diritto civile*, F. CARINGELLA, G. DE MARZO (a cura di), vol. 3, Milano 2008.
- CARNEY J., *Why Should you be worried about Proxy Advisory Firms?*, in *NetNet*, 26 ottobre 2010.
- CASELLI G., *Dissociazione fra titolarità delle azioni e titolarità del diritto di voto nella disciplina delle forme pensionistiche complementari*, in *Giur. comm.*, 1997, I, p. 327.
- CASELLI V., *La determinazione del compenso*, in G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, Torino 2004.
- CASSANO G., *L'apparenza del diritto fra dottrina e giurisprudenza: la rappresentanza apparente*, in *I Contratti*, I, 2003, pp. 72 e ss.

- CASSOTTANA M., *L'abuso di potere a danno della minoranza assembleare*, Milano 1991.
- CASTALDI G., Art. 144, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, G. ALPA, F. CAPRIGLIONE (a cura di), tomo II, Padova 1998, p. 1311.
- CERRAI A., MAZZONI A., *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Il diritto delle società per azioni*, ABBADESSA P., ROJO A. (a cura di), Milano Giuffrè, 1993.
- CHEFFINS B.R., *Il diritto societario e la separazione di proprietà e controllo*, in *Banca Impresa Soc.*, 2, 2001, pp. 181 e ss.
- CHIANTIA A., *L'ostruzionismo nell'assemblea delle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2000.
- CHILOIRO A., *L'informazione societaria e la varietà di tipologie di azionisti*, in *AGE*, 1, 2013, p. 181.
- CHIOMENTI F., *I titoli minori collegati alle azioni e alle obbligazioni: cedole, buoni d'opzione ed altri*, in *Riv. dir. comm.*, 1978, I, p. 223.
- CHOI J., FISCH J., *Director elections and the role of proxy advisors*, in *Southern Calif. L. Rev.*, 61, 2008, pp. 315–354.
- CHOI J., FISCH J., KAHAN M., *Director elections and the influence of proxy advisors*, in *NYU Law and Economics Research Paper No. 08–22*, maggio 2008.
- , *The power of proxy advisors: myth or reality?*, in *Emory Law Journal*, 59, 2009, pp. 869–918.
- , *Director elections and the role of proxy advisors*, in *S. Cal. L. Rev.*, 82, 2008–2009, p. 649.
- CHIALELLA G., *Il principio del collegamento tra rischio e voto in capo al titolare della partecipazione azionaria e il contratto di equity swap*, in *Studi sull'effettività delle regole societarie*, G.D. MOSCO (a cura di), Roma 2011.
- CIAN M., *In tema di deleghe di voto secondo il decreto Draghi (rapporto rappresentativo e rapporto obbligatorio sottostante)*, in *Corr. giur.*, 1, 1999, p. 120.
- , *Intervento e voto in assemblea: le nuove tecnologie come mezzo per promuovere l'attivismo degli investitori istituzionali?*, in *Banca, Borsa, Tit. cred.*, 2014, p. 412.
- , *L'intervento e il voto elettronico nelle assemblee di s.a.*, in *Riv. soc.*, 6, 2011, p. 1083.
- CLARK R., *Four stages of capitalisms: reflections on investment management treaties*, in *Harvard Law Review*, 94, 1984, p. 561.
- , *Vote buying and Corporate Law*, in *Case Western Reserve Law Review*, 29, 1978–1979, p. 779.
- COASE R., *The nature of the firm*, in *Economica – New Series*, 4, 16, 1937, pp. 386–405.
- COFFE J.C.JR., *The rise of Dispersed Ownership: The Role of law in Separation of Ownership and Control*, in *Columbia Center for law and Economics*, Working Paper n. 192, 2001.

- COFFEE J., *Liquidity versus control: the institutional investors corporate monitor*, in *Colum. L. Rev.*, 91, 1991, pp. 1277–1368.
- COHEN R., *Struttura, funzionamento e compiti della Sec*, in *Riv. soc.*, 1977, p. 85.
- COLTRO CAMPI C., *La disciplina federale americana delle procure assembleari per le società quotate in borsa*, in *Riv. dir. comm.*, 1962, I, p. 379.
- CONFORTINI M., *Informazione e diritti dei soci: la responsabilità civile della società*, in *AGE*, I, 2013, p. 119.
- COPPLE B.W., *Deductions – income taxation – taxation – shareholder can deduct proxy fight expenditures under section 212 of the internal revenue code of 1954, surasky v. united states, 325 f.2d 191 (5th cir. 1963)*, in *Tex. L. Rev.*, 42, 1963–1964, p. 558.
- CORAPI D., *The contractual dimension of company law in Europe*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, p. 571.
- CORAPI D., DE DONNO B., *La società per azioni*, Laterza, 2012.
- CORRADO R., *I contratti di borsa*, in *Trattato di diritto civile italiano*, F. VASSALLI (diretto da), Torino 1950, p. 294.
- COSTI R., *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, p. 313.
- , *Il governo delle società quotate: tra ordinamento dei mercati e diritto delle società*, in *Dir. comm. int.*, 1998, p. 65.
- , *Enzo Buonocore: un classico della dottrina commercialistica*, in *Giur. comm.*, 2012, I, p. 308.
- Cottino G., *Le convenzioni di voto nelle società commerciali*, Milano 1958.
- , voce *Società per azioni*, in *Novissimo dig. It.*, vol. XVII, Torino 1970.
- , *Diritto commerciale*, vol. I, Padova 1976.
- , *Del riporto e della permuta (Art. 1548–1555)*, in *Comm. cod. civ.*, A. SCIALOJA, G. BRANCA (a cura di), V ed., Bologna–Roma 1982.
- , *Il d.l. 24 febbraio 1998. Il nuovo regime delle società quotate: prime considerazioni*, in *Giur. it.*, 1998, p. 1298.
- , *Dal “vecchio” al “nuovo” diritto azionario: con qualche avviso ai naviganti*, in *Giur. Comm.*, 2013, I, p. 5.
- COWAN BAYNE D.J., *The philosophy of corporate control: a treatise on the law of fiduciary duty*, Loyola University Press, Chicago 1986.
- CROMPTON JR.C.S., *Shareholder meetings, voting rights and proxy solicitation*, in *Del. J. Cor L.*, 4, 1978–1979, p. 698.
- CUNNINGHAM L.A., *Commonalities and prescriptions in the vertical dimension of global corporate governance*, in *Cornell Law Review*, 1999, p. 1134.
- CURZAN M., PELESH M.L., *Revitalizing corporate democracy: control of investment managers’ voting on social responsibility proxy issues*, in *Harv. L. Rev.*, 93, 1979–1980, p. 670.

- D'ALESSANDRO F., *I titoli di partecipazione*, Milano 1968.
- , «Fattispecie» e «disciplina» dei titoli azionari, in *Riv. dir. civ.*, 1971, I, pp. 501 e ss.
- , *Commentario romano al nuovo diritto delle società, Commento agli articoli 2325–2379–ter del codice civile*, vol. II, tomo I, Torino, Piccin, 2010.
- , *I contratti associativi in un libro recente*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1973, p. 235.
- DAVIES P.L., *Gower and Davies' principles of modern company law*, VIII ed., Londra 2008.
- , *Introduction to Company Law*, II ed., Oxford, Oxford Univ. Press, 2010.
- DE BLASI A., *L'eccesso di potere nelle deliberazioni assembleari di s.p.a.*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1995, p. 636.
- DE FERRA G., *La circolazione delle partecipazioni azionarie*, Milano 1964.
- DE GREGORIO A., *Delle società e delle associazioni commerciali*, in *Il codice di Commercio commentato*, L. BOLAFFIO, A. ROCCO, C. VIVANTE (a cura di), IV ed., Utet, Torino 1938.
- , *Impugnativa di deliberazioni delle società per azioni contrarie all'interesse sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 1951, II, p. 229.
- DE JUGLART M., IPPOLITO B., *Cours de droit commercial. Le sociétés commerciales*, Parigi 1992.
- DE LORENZI V., *Rappresentanza diretta volontaria nella conclusione dei contratti e analisi economica del diritto*, Milano 2002.
- DE LUCA N., *La disciplina della aktiengesellschaft in Germania*, in *archivioceradi.luiss.it*, 2004.
- DE MARTINI A., voce *società (Azioni di)*, in *Enc. della banca e della borsa*, vol. IV, Roma–Milano, s.d. (ma 1968).
- DEFOE D., *The anatomy of Exchange – Alley*, Londra, 1719.
- DELEBECQUE P., GERMAIN M., *Traité de droit commercial*, G. RIPERT, R. ROBOT (diretto da), XVI ed., tomo 2, Parigi 2000.
- DESIDERIO G., Art. 140, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, G. ALPA, F. CAPRIGLIONE (a cura di), tomo II, Padova 1998, p. 1269.
- DETTI M., *Elemento soggettivo delle deliberazioni assembleari delle società per azioni e scopo depredatorio della maggioranza*, in *Giust. civ.*, 1962, p. 285.
- DEUTCH H.E., *Proxy Statements: Strategy and Forms*, University Publications of America, 1985.
- DI BRINA L., Art. 138, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, G. ALPA, F. CAPRIGLIONE (a cura di), tomo II, Padova 1998, p. 1255.

- DI FABIO M., *Riforma societaria e circolazione delle partecipazioni azionarie*, in *Riv. not.*, 2003, I, pp. 811 e ss.
- DI SABATO F., *Le nuove frontiere delle società verso il 2000*, in *Riv. di im.*, 1998, p. 217.
- , *Diritto delle società*, III ed. Milano, 2011.
- DI VILIO A., *Art. 135–decies*, in *Il Testo Unico della Finanza*, M. FRATINI, G. GASPARRI (a cura di), tomo II, Utet Giuridica, 2012, p. 1844.
- DONVITO R., *Art. 144*, in *Commentario delle società*, G. Grippo (a cura di), vol. III, Torino 2009, p. 1915.
- EASTEBROOK F.H., FISCHELD D.R., *Voting in corporate law*, in *J.L. & Econ.*, 26, 1983, p. 395.
- , *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1996.
- ECHABARRÍA SÁENZ J.A., *La posición de socio de las instituciones de inversión colectiva. En particular la obligación de información sobre políticas de inversión y voto*, in AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, vol. II, Thomson–Aranzadi, Navarra 2006.
- ECKARDT U., *par. 126 e seg.*, in E. GESSLER, W. HEFERMEHL, U. ECKARDT, B. KRUFF B. (a cura di), *Aktiengesetz*, vol. II (Kommentar zu), Monaco 1974.
- EISENBERG M.A., *Access to the corporate proxy machinery*, in *Harv. L. Rev.*, 83, 1969–1970, p. 1489.
- , *The Structure of Corporation Law: A legal analysis*, Little, Brown and Company, Boston–Toronto 1976.
- , *The structure of corporation law*, in *Colum. L. Rev.*, 89, 1989, p. 1461.
- EISENHARDT U., *Gesellschaftsrecht*, Monaco, Verlag C.H. Beck, XXIII ed., 2007.
- EMERSON F.D., LATCHAM F.C., *S.E.C. Proxy Regulation. Step toward more effective stockholder participation*, in *The Yale Law Journal*, 1950, p. 635.
- , *Proxy Contests: A Study in Shareholder Sovereignty*, in *Calif. L. Rev.*, 41, 1953, p. 436.
- , *Proxy contests: competition for management through proxy solicitation*, in *Sw. L.J.*, 8, 1954, p. 403.
- ENRIQUES L., *Il nuovo diritto societario nelle mani dei giudici: una ricognizione empirica*, in *Stato e Mercato*, 61, 2001, p. 79.
- , *Diritto societario statunitense e diritto societario italiano: in weiter Ferne, so nach*, in *Giur. comm.*, 2007, I, p. 274.
- , *L'azionista riscopre l'assemblea*, in *Il Sole 24 Ore*, 7 luglio 2011.
- , *La corporate governance delle società quotate: sfide e opportunità*, in *Giur. comm.*, 2012, I, p. 493.

- EREDE M., *L'esercizio del diritto di intervento e voto in assemblea di società con titoli quotati: alcune riflessioni in tema di legittimazione e titolarità in seguito all'introduzione della record date*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1, 2012, p. 59.
- EREDE M., SANDRELLI G., *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Riv. Soc.*, 5, 2013, p. 931.
- ERNST C., SEIBERT U., STUDKERT F., *KonTraG, KapAEG, StückAG, EuroEG*, Düsseldorf, IDW-Verlag, 1998.
- ESPIN GUITIERREZ C., *Las empresas de asesoramiento financiero*, in *Perspectivas del Sistema Financiero*, 98, 2010, pp. 43-73.
- ESQ. COURTS OULAHAN, *Some practical problems involved in proxy solicitation and counting under virginia law*, in *Wm. & Mary L. Rev.*, 8, 1966-1967, p. 185.
- ESTEBAN VELASCO G. (a cura di), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Marcial Pons-Garrigues & Andersen, Madrid-Barcelona, 1999.
- FANELLI G., *Le partecipazioni sociali reciproche*, Milano 1957.
- FENOALTEA S., *Lo sviluppo economico dell'Italia nel lungo periodo: riflessioni su tre fallimenti*, in *AA.VV., Storia economica d'Italia*, P. CIOCCA, G. TONIOLO (a cura di), tomo I, Bari 1998.
- FERRARA SEN. F., *L'usufrutto dei crediti nel diritto civile italiano*, in *Riv. it. sc. giur.*, 1904, XXXVIII, pp. 325 e ss.
- , *L'usufrutto dei crediti nel diritto civile italiano*, in *Riv. it. sc. giur.*, 1905, XXXIX, p. 142.
- FERRARINI G.A., BELCREDI M., *Boards and Shareholders in European Listed Companies: Facts, Context and Post-Crisis Reforms*, Cambridge, Cambridge University Press, 2013.
- FERRI G., *Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 35.
- , *La filosofia della miniriforma della società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1975, I, p. 212.
- , *Manuale*, V ed., Torino 1980.
- , *La disciplina delle società nel codice di commercio del 1882*, in *AA.VV., 1882-1982 cento anni dal codice di commercio*, Milano 1984.
- , *La tutela dell'azionista in una prospettiva di riforma*, in *Riv. soc.*, 1961, p. 177.
- , *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano*, F. VASSALLI (diretto da), Torino 1971.
- FERRO-LUZZI P., *Azioni: gestione accentrata o dematerializzazione, partecipazione all'assemblea*, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 493 e ss.
- FINZI E., *L'esercizio del diritto di voto per le azioni al portatore date in pegno*, in *Studi di dir. comm.*, in onere di C. VIVANTE, *Foro it.*, 1931, pp. 541 e ss.

- FISCHER R., *Die Personenvereinigungen*, in *Handbuch des gesamten Handelsrechts*, V. EHRENBERG (a cura di), vol. III, tomo I, Leipzig 1916.
- FLATTET G., *La dissociation des droits de l'action*, in *Mélanges François Guisam*, Losanna 1950, pp. 143 e ss.
- FLECKNER A.M., HOPT K.J., *Comparative Corporate Governance*, Cambridge, Cambridge University Press, 2013.
- FLEISCHER H., *Zukunftfragen der Corporate Governance in Deutschland und Europa: Aufsichtsräte, institutionelle Investoren, Proxy Advisors und Whistleblowers*, in *ZGR*, 40/2, 2011, pp. 155–181.
- , *Proxy Advisors in Europe: Reform Proposals and Regulatory Strategies*, Max Planck Private Law Research Paper No. 12/4, European Company Law, vol. IX, 2012.
- FORMAGGINI T., *Lo «status socii»*, in *Studi in memoria di Umberto Ratti*, Milano 1934, pp. 521 e ss.
- FRANZONI M., *Della società per azioni. Disposizioni generali degli amministratori. Artt. 2380–2396*, in *Comm. Scialoja–Branca*, tomo III, vol. I, Bologna–Roma 2008.
- FRATINI M., GASPARRI G., *Il Testo Unico della Finanza*, II ed., Torino, Utet Giuridica, 2012.
- FRÈ G., *Società per azioni*, in *Comm. cod. civ.*, A. SCIALOJA, G. BRANCA (a cura di), I ed., Bologna 1951.
- FRÈ G., SBISÀ G., *Delle società per azioni*, in A. SCIALOJA, G. BRANCA, *Comm. cod. civ.*, F. GALGANO (a cura di), I, VI ed., Bologna, Zanichelli, 1997.
- FRIEDMAN D.M., *Expenses of Corporate Proxy Contests*, in *Col. L. Rev.*, 51, 1951, p. 951.
- FURGIUELE L., *La disciplina dell'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate alla luce dell'art. 7 della Direttiva 2007/36/CE*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, p. 1000.
- GALGANO F., *Storia del diritto commerciale*, Bologna 1976.
- , *La società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia*, F. GALGANO (diretto da), Vol. VII, II ed., Cedam, Padova 1988.
- , *Lex mercatoria*, Bologna 2001.
- , *Diritto Privato*, XXII ed., Padova 2004.
- , *Le società in genere. Le società di persone*, in *Trat. dir. civ. e comm.*, A. CICU, F. MESSINEO (diretto da), III ed., Milano 2007.
- GALGANO F., GENGHINI R., *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, F. GALGANO (diretto da), III ed., vol. XXIX, tomo I, Padova 2006, p. I.
- GALLEGO CÓRCOLES A., *Asesores de voto (proxy advisors) y el ejercicio del derecho de voto en las sociedades cotizadas*, *Revista de derecho de sociedades*, Monografía n. 42, I ed., 2014.

- GAMBINO A., *Governo societario e mercati mobiliari*, in *Giur. comm.*, 1997, I, pp. 788 e ss.
- , Art. 139, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, G. ALPA, F. CAPRIGLIONE (a cura di), tomo II, Padova, 1998, p. 1262.
- GARCIMARTÍN ALFÉREZ F.J., *La propuesta de Directiva sobre el ejercicio transfronterizo de los derechos de voto*, in *Revista derecho de Sociedades*, 26, 2006, p. 203.
- GARGANTINI M., *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti, commento all'art. 83-sexies del d.lgs. 58/98*, in *Le Nuove leggi commentate*, Padova, Cedam, 2011.
- GARRIS D.O., DUKE C.A., *Shareholder communications*, in *Insights*, 20, 1, 2006, p. 11.
- GASPERONI N., *Le azioni di società*, Padova 1942.
- GASPERONI N., voce *Società (azioni di)*, in *Noviss. dig. it.*, vol. II, Torino 1958, pp. 183 e ss.
- GATTI S., *L'iscrizione nel libro dei soci*, Milano 1969.
- , *La rappresentanza del socio nell'assemblea*, Milano, Giuffrè, 1975.
- , Art. 137, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, G. ALPA, F. CAPRIGLIONE (a cura di), tomo II, Padova 1998, p. 1245.
- GELAUFF G.M.M., DEN BROEDER C., *Governance of stakeholder relationships*, 1996.
- GEVURTZ F.A., *Corporation Law*, II ed., West group, 2010.
- GHEZZI F., Art. 136-140 e 144, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza d.lgs. 24.02.1998 n. 58*, P.G. MARCHETTI, L.A. BIANCHI (diretto da), Milano 1999, p. 1246.
- GINEVRI S., *Sulla necessità di indicare il nome del rappresentante del socio nel verbale di assemblea di s.a.*, in *Giur. comm.*, 2009, I, p. 719.
- GIORGIANNI F., *In tema di rappresentanza del socio in assemblea*, in *Riv. dir. comm.*, 1966, p. 395.
- GOLDSTEIN A., KROLL J., *Beyond the proxy ... and proxy advisors*, first quarter 2012.
- GONDRA ROMERO J. M., *El control del poder de los directivos de las grandes corporaciones*, in *Revista Derecho Mercantil*, 269, 2008, p. 841.
- GOODMAN A.L., OLSON J.F., *A practical guide to SEC proxy and compensation rules*, IV ed., Wolters Kluwer, 2009.
- GOWER L.C.B., *The principles of modern company law*, Londra 1957.
- GRASSETTI C., *Rilevanza dell'intento giuridico in caso di divergenza dall'intento empirico*, Milano 1937.
- GRAZIANI A., *Possono le banche rappresentare gli azionisti nelle assemblee delle società?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 1956, pp. 52 e ss.

- GRECO P., *Aspetti e tendenze odierne del diritto commerciale*, Prolusione letta il 10 dicembre 1933 nella R. Università di Parma, in *Riv. dir. comm.*, 1934, p. 350.
- GRIPPO G., *Deliberazione e collegialità nella società per azioni*, Milano 1979.
- , *La delega di voto, ramo d'oro del potere. Profili di corporate governance*, in *Giur. it.*, 2000, p. 12.
- GRUNDMANN S., *European company law*, Cambridge, II ed., Intersentia, 2012.
- GRUNDMANN S., MÖSLEIN F., *Chapter 4: Germany*, in AA.VV., *Public Companies and the Role of Shareholders. National Models towards Global Integration*, Kluwer Law International, 2011.
- GUERRA P., *Le assemblee e la "Draghi"*, in *Riv. soc.*, 1999, p. 1087.
- GUYON Y., *Droit des affaires*, X ed., Parigi 1999.
- , *La «corporate governance» en droit français*, in *Riv. soc.*, 1999, p. 20.
- HABERSACK M., MÜLBERT O., SCHLITT M., *Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*, Köln, Verlag Dr. Otto Schmidt, II ed., 2008.
- HAPP W., GROß W., *Aktienrecht*, Köln, Carl Heymanns Verlag, IV ed., 2015.
- HIRTE H., MÖLLERS T.M.J., *Kölner Kommentar zum WpHG*, Carl Heymanns, Monaco 2007.
- HOMMELHOFF P., HOPT K.J., *Handbuch Corporate Governance*, Köln, Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart, II ed., 2009.
- HOPT K.J., WIEDEMANN H., *Aktiengesetz (Groß kommentar)*, IV ed., Berlino, De Gruyter Recht, 2008.
- HOPT K.J., WYMEERSCH E., *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003.
- HORNSTEIN J.A., *Proxy solicitation redefined: the sec takes an incremental step toward effective corporate governance*, in *Wash. U.L.Q.*, 71, 1993, p. 1129.
- HU HENRY T.C., BLACK B., *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in *Southern California L. Rev.*, 79, 2006, pp. 811 e ss.
- , *Empty voting and Hidden Ownership: Taxonomy, Implications and Reforms*, in *Business Lawyer*, 2006.
- IANNUZZI M., *Sulla durata dell'obbligo di conservazione delle deleghe di voto*, in *Riv. soc.*, 1973, p. 107.
- JAEGER P.G., *L'interesse sociale*, 1963.
- , *La nuova disciplina della rappresentanza azionaria*, in *Giur. comm.*, 1974, I, p. 564.
- , *Il voto «divergente» nella società per azioni*, Milano 1976.
- , *Convenzioni di voto-rappresentanza azionaria*, in M. ROTONDI (a cura di), *Inchieste di diritto comparato*, I ed., vol. 5, *I grandi problemi della società per azioni nelle legislazioni vigenti*, Padova, Cedam, 1976.

- , *Il problema delle convenzioni di voto*, in *Giur. comm.*, 1989, I, p. 214.
- , *Il voto divergente*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE (a cura di), vol. III, tomo I, Torino, Utet Giuridica, 1994.
- , *Le deleghe di voto*, in *La riforma delle società quotate*, F. BONELLI, V. BUONOCORE, F. CORSI, R. COSTI, P. FERRO LUZZI, A. GAMBINO, P.G. JAEGER, A. PATRONI GRIFFI (a cura di), Milano, Giuffrè, 1998, pp. 101 e ss.
- JAEGER P.G., MARCHETTI P.G., *Corporate governance*, in *Giur. comm.*, 1997, I, p. 625.
- JEANTIN M., *La loi du 3 janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l'épargne*, in *Riv. soc.*, 1983, pp. 1068 e ss.
- JOFFE V.Q.C., DRAKE D., RICHARDSON G., LIGHTMAN D., COLLINGWOOD T., *Minority shareholders*, Oxford, Oxford University Press, IV ed., 2011.
- KATZ D.A., *Boardroom Confidentiality Under Focus*, in *Harvard Law School Forum*, 23 gennaio 2014.
- KATZ D. A., MCINTOSH L. A., *Important Proxy Advisor Developments*, in *NULJ*, 5, 2014, p. 252.
- KLÖHN L., SCHWARZ P., *The regulation of proxy advisors*, in *Ca Mark. L.J.*, 1, 2013, p. 90.
- KOELEMEIJER M., *Volmacht en Aandeelhouders*, in *Onderneming en 5 jaar nieuw burgerlijk recht*, Nijmegen, 1997, p. 25.
- KRAAKMAN R., ARMOUR J., DAVIES P., ENRIQUES L., HANSMANN H., HERTIG G., HOPT K., KANDA H., ROCK E., *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, II ed., Oxford, Oxford Univ. Press, 2009.
- LA LUMIA I., *La cessione ed il vincolo del diritto di voto nelle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1916, II, p. 76.
- LAMANDINI M., *Art. 138 e 144*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, G.F. CAMPOBASSO (diretto da), Utet, Torino 2002, p. 1136.
- LATCHAM F.C., *La partecipazione degli azionisti americani alla vita della società* (trad. di A. COLOMBO), *Riv. Soc.*, 1958, p. 615.
- LATCHAM F.C., EMERSON F.D., *Proxy Contest Expenses and Shareholder Democracy*, in *Western Res. L. Rev.*, 4, 1952, p. 5.
- LAURINI G., *La disciplina delle assemblee di società quotate*, in *Giur. comm.*, 2000, I, p. 655.
- LEE W., *Solicitation under the proxy rules: the need for a more precise definition of solicitation*, in *Sw. U. L. Rev.*, 8, 1976, p. 1019.
- LEHMANN K., *Das Recht der Aktiengesellschaften*, I ed., Berlino 1898.
- LENER R., *Legittimazione all'intervento in assemblea in società quotate*, in *Il nuovo diritto delle società*, *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, P. ABADESSA, G.B. PORTALE (diretto da), vol. II, Torino 2007.

- , *Legittimazione all'intervento in assemblea, record date ed esercizio del diritto di voto dopo la SHRD. Appunti introduttivi*, in *Relazione al Convegno Georgeson – LUISS Ceradi*, Roma, LUISS Guido Carli, 6 maggio 2010.
- LENER R., TUCCI A., *Art. 142*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, G. ALPA, F. CAPRIGLIONE (a cura di), tomo II, Padova 1998, p. 1286.
- LENZ S., *Die gesellschaftsbenannte Stimmrechtsvertretung (Proxy-Voting) in der Hauptversammlung der deutschen PublikumsAG*, Berlin, Duncker & Humblot, 2005.
- LIBERTINI M., *Nota di lettura: "Le situazioni soggettive dell'azionista" di Enzo Buonocore*, in *Giur. comm.*, 2012, I, p. 315.
- LIBERTINI M., MIRONE A., SANFILIPPO P.M., *Sub art. 2347*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, vol. II, tomo I, Padova 2010.
- LIBONATI B., *Recenti tendenze del diritto germanico in tema di società e cartelli*, in *Riv. soc.*, 1957, p. 896.
- , *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, I, p. 86.
- LIEBELER S.W., *A proposal to rescind the shareholder proposal rule*, in *Ga. L. Rev.*, 18, 1983–1984, p. 425.
- LIVA M., *Nuove tecnologie, diritti di voto e partecipazione. Spunti empirici e comparati sull'information technology nelle assemblee delle società quotate*, Research Unit Law and Economics Studies (Bocconi), Paper No. 2014–4, 2014.
- LOSS L., SELIGMANN J., *Fundamentals of Securities Regulation*, III ed., Little, Brown and Company, Boston–New York–Toronto–Londra 1995.
- LO CIGNO O., *Commentario al codice civile*, Utet, 1978.
- LUCCARELLI P., *Gli adeguamenti statutari delle società quotate previsti dal TU della finanza (prima parte)*, in *Soc.*, 1, 2000, p. 17.
- , *Gli adeguamenti statutari delle società quotate previsti dal TU della finanza (seconda parte)*, in *Soc.*, 3, 2000, p. 274.
- LUMINOSO A., *Mandato, commissione, spedizione*, in *Trat. dir. civ. e comm.*, A. CICU, F. MESSINEO (diretto da), Milano 1984.
- LUONI S., *Osservazioni in tema di delega a partecipare all'assemblea di società di capitali*, in *Giur. it.*, 12, 2008, p. 2743.
- MACHTINGER L.S., *Proxy Fight Expenditures of Insurgent Shareholders*, in *Case W. Res. L. Rev.*, 19, 1967–1968, p. 212.
- MAEIJER J.M.M., *Vertegenwoordiging en volmacht*, in *Problemen rondom de algemene vergadering*, n. 45 – Istituto Van der Heijden, Kluwer–Deventer, 1994.
- MAFFEI ALBERTI A., *Commentario breve al diritto delle società*, Padova, Cedam, 2007.
- , *Commentario breve al diritto delle società*, II ed., Padova, Cedam, 2011.

- MAGLIULO F., TASSINARI F., *Il funzionamento dell'assemblea di s.a. nel sistema tradizionale*, Milano, Ipsosa, 2008.
- MAIORCA S., voce *Contratto plurilaterale*, in *Enc. giur. Treccani*, vol. IX, 1989, p. 2.
- MANNE H.G., *The "higher criticism" of the modern corporation*, in *Colum. L. Rev.*, 62, 1962, p. 399.
- MÄNTYSAARI P., *Comparative Corporate Governance: Shareholders as a Rule-maker*, Heidelberg, Springer, 2005.
- MARASÀ G., *Legittimazione dell'azionista ed iscrizione nel libro dei soci*, in *Riv. dir. civ.*, 1975, II, pp. 3 e ss.
- MARCHETTI P., *Assenteismo assembleare e problema dell'informazione*, in *Riv. soc.*, 5, 1978, p. 1311.
- , *Intervento in assemblea*, in *Contratto e impresa*, 1, 1986, p. 986.
- , *D.lgs. 58/1998. L'incidenza sul funzionamento dell'assemblea*, in *Soc.*, 5, 1998, p. 557.
- , *Osservazioni sui profili societari della bozza di TU dei mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 140.
- , *Il ruolo dell'assemblea nel TU e nella corporate governance*, in AA.VV., *Assemblea degli Azionisti e nuove regole del governo societario*, Padova 1999.
- MARSCH-BARNER R., SCHÄFER A., *Handbuch börsennotierte AG*, Köln, III ed., Verlag Dr. Otto Schmidt, 2014.
- MASERA R., *Nuove regole per le società quotate*, in *Giur. comm.*, 1997, I, p. 801.
- MARTÍNEZ M.T., *La Directiva sobre el ejercicio de derechos de los accionistas en la Junta general de las sociedades cotizadas, y su impacto sobre el Derecho español*, in *Revista derecho de Sociedades*, 27, 2007, p. 39.
- MAUGERI M., *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.a.*, in *Riv. soc.*, 2-3, 2013, p. 336.
- MAURI E., *Alcune considerazioni sulle deleghe di voto*, in *Soc.*, 2, 1998, p. 147.
- MCCHESNEY F.S., *Positive economics and all that—a review of the economic structure of corporate law*, in *Geo. Wash. L. Rev.*, 61, 1992-1993, p. 272.
- MENGONI L., *La divisione del pacchetto di maggioranza fra gli eredi dell'azionista*, in *Riv. soc.*, 1959, pp. 428 e ss.
- , *La rappresentanza del socio in assemblea secondo il progetto tedesco di riforma della legge sulle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1961, p. 303.
- MEO G., *Le società di capitali. Le società con azioni quotate in borsa*, in *Trattato di Diritto Privato*, M BESSONE (diretto da), vol. XVII, Torino 2002.
- MESSINEO F., *L'esercizio del diritto di voto afferente ad azioni altrui*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 205.
- , *I titoli di credito*, II ed., Cedam, 1964.

- MESTRE J., PANCAZZI M.E., *Droit commercial*, XXV ed., Parigi 2001.
- MICHIELI N., *La rappresentanza azionaria secondo il decreto attuativo della Direttiva Soci*, in *Banca impresa e soc.*, 2, 2012, p. 257.
- MIGNOLI A., *Le assemblee speciali*, Milano 1960.
- MIGNONE G., *Sub art. 2347*, in *Codice commerciale delle società*, N. ABRIANI, M. STELLA RICHTER (a cura di), Torino 2010, pp. 648 e ss.
- MINERVINI G., *Il mandato, la commissione, la spedizione*, in *Trattato di dir. civ. it.*, F. VASSALLI (diretto da), Torino 1952, p. 185.
- , *Art. 136*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, G. ALPA, F. CAPRIGLIONE (a cura di), tomo II, Padova 1998, p. 1238.
- MINTZ S.W., *Use of Corporate Funds for Proxies and Other Expenses in Fight Over Corporate Management*, in *N.Y.U. Intra. L. Rev.*, 8, 1953, p. 90.
- MITTERMEIER M., *Empty Voting*, Berlino–Boston, De Gruyter, 2014.
- MONTALENTI P., *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, G. COTTINO (diretto da), vol. IV, tomo 2, Padova, Cedam, 2004.
- , *La direttiva azionisti e l'informazione preassembleare*, in *Giur. comm.*, 2011, I, p. 685.
- , *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: bilanci, prospettive e proposte di restyling*, in *Giur. comm.*, 2014, I, p. 1068.
- MONTALENTI P., BALZOLA S., *La società per azioni quotata*, Bologna, Zanichelli, 2010.
- MOSCA C., *Diritto di porre domande prima dell'assemblea*, *Commento sub art. 127-ter*, in *Il Testo Unico della Finanza*, M. FRATINI, G. GASPARRI (a cura di), tomo II, Utet Giuridica, 2012.
- , *Attivismo degli azionisti, voto di lista e azione di concerto*, in *Riv. Soc.*, 2013, p. 118.
- , *Azione di concerto e opa obbligatoria*, Egea, 2013.
- MOSCO G.D., *Le deleghe assembleari nella società per azioni*, in *Quaderni di Giurisprudenza commerciale*, Milano, Giuffrè, 2000.
- , *Dove si forma la volontà sociale*, in Associazione Disiano Preite, *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, il Mulino, 2002.
- , *Articolo 2389*, in G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli 2004, pp. 634 e ss.
- MULA L., BRUNO F., *I diritti preassembleari di soci nel "Decreto Correttivo"*, in *Giur. comm.*, 2013, I, p. 171.
- MYERS C., *Global Shareholder Service Proxy Voting Guide 1995*, in *IRRC*, 1994, p. 4.

- NAPOLETANO G., *Deleghe di voto (Artt. 136–144)*, in *Il Testo Unico dei mercati finanziari: società quotate, intermediari, mercati, opa, insider trading: commento al d.lgs. 24 febbraio 1998*, n. 58, L. LACAITA, V. NAPOLEONI (a cura di), Giuffrè, Milano 1998.
- NASSETTI C., *I contratti derivati finanziari*, Milano 2007.
- NAVARRINI U., *Delle società e delle associazioni commerciali*, in *Commentario al codice di commercio*, vol. 2, Milano 1924.
- NOTARI M., *L'assemblea e i processi decisionali dei soci nelle proposte di riforma delle società non quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 130.
- NOTE, *Proxy solicitation during corporate dissolution*, in *Yale L.J.*, 59, 1949–1950, p. 367.
- , *Proxy Solicitation Costs and Corporate Control*, in *Yale L.J.*, 61, 1952, p. 229.
- , *Corporations – Payment of Proxy Solicitation Expenses – an Aspect of Corporate Democracy*, in *N.Y.U. L. Rev.*, 31, 1956, p. 825.
- , *Corporations. Powers of Stockholders. Stockholders can Reimburse Victorious Insurgents from Corporate Treasury for Proxy Solicitation Expenses*, in *Harv. L. Rev.*, 69, 1956, p. 1132.
- , *Payment of proxy solicitation expenses – an aspect of corporate democracy*, in *N.Y.U. L. Rev.*, 31, 1956, p. 825.
- , *Standards of disclosure in proxy solicitation of unlisted securities*, in *Duke L.J.*, 1960, p. 623.
- , *Proxy solicitation*, in *Wash. & Lee L. Rev.*, 35, 1978, p. 867.
- OLIVIERI G., *Iniziativa economica e mercato nel pensiero di Giorgio Oppo*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, I, p. 510.
- OPPO G., *Negozi parasociali*, Milano 1942.
- , *Prospettive di riforma e tutela della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1961, p. 361.
- , *L'iniziativa economica*, in *Riv. dir. civ.*, 1988, I, pp. 309 e ss.
- OPROMOLLA G., *Corporate Governance: voce agli azionisti di minoranza e attivismo degli azionisti*, in *Soc.*, 8, 2007, p. 925.
- PACIELLO A., *La funzione normativa del capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2010, p. 2.
- PADOA SCHIOPPA A., *Saggi di diritto commerciale*, Milano 1992.
- PAGNONI E., PROVVIDENTI S., *Art. 136–144*, in *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria*, C. RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), Milano 1998.
- PALMIERI G., *Art. 136–137*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, G.F. Campobasso (diretto da), Utet, Torino 2002, p. III5.
- PANZIRONI V., *Riforma delle società in Italia: interventi e discussioni*, Roma, Luiss University Press, 2004.
- PAPA D'AMICO L., *Il pegno dei titoli di credito nominativi*, in *Dir. comm.*, 1910, II, I, p. 90.

- PARTESOTTI G., *La gestione dei fondi pensione tra pluralismo e par condicio tra gestori*, in *Contr. impr.*, 1996, pp. 1109 e ss.
- PASQUARIELLO C., *Il principio di correttezza applicato alle delibere assembleari: l'abuso della regola di maggioranza al vaglio dei giudici*, in *Giur. comm.*, 2002, II, p. 135.
- , *Art. 2372 c.c.*, in AA.Vv., *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti (D.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27)*, in *Nuove leg. civ. comm.*, 3, Padova, Cedam, 2011, p. 562.
- , *Art. 138*, in AA.Vv., *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti (D.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27)*, in *Nuove leg. civ. comm.*, 3, Padova, Cedam, 2011, p. 757.
- PASTERIS C., *Il controllo nelle società collegate e le partecipazioni reciproche*, Milano 1957.
- PAVONE LA ROSA A., *Azioni "dematerializzate" e legittimazione all'esercizio dei diritti sociali*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 1209.
- PEDERZINI E., *Intervento del socio mediante mezzi di telecomunicazione e democrazia assembleare*, in *Giur. comm.*, 2006, I, p. 98.
- PELLEGRINO G., *La nuova disciplina della rappresentanza dell'azionista nelle società quotate*, Milano 2002.
- PENNINGTON R., *Company Law*, Londra 2001.
- PERNA R., *Mito e realtà nella democrazia societaria. Il proxy voting nelle public companies statunitensi*, in *Giur. comm.*, 1995, I, p. 537.
- , *Public company e democrazia societaria. Voto per delega e governo delle imprese nel capitalismo statunitense*, Bologna 1998.
- , *La nuova disciplina del voto per delega e il governo societario delle imprese italiane (prima parte)*, in *Soc.*, 3, 1999, p. 269.
- , *La nuova disciplina del voto per delega e il governo societario delle imprese italiane (seconda parte)*, in *Soc.*, 4, 1999, p. 414.
- PESCATORE M., ROSSI A., *Gli idilli sul piccolo azionista*, in *Riv. soc.*, 1961, p. 311.
- PETTITI D., *Contributo allo studio del diritto dell'azionista al dividendo*, Milano 1957.
- Petrazzini B., *Art. 136–140*, in *La legge Draghi e le società quotate in Borsa*, G. COTTINO (diretto da), Torino 1999.
- , *Il d.lgs. 91/2012 e le modifiche alla disciplina dell'assemblea di società per azioni quotate*, in *Nuovo dir. soc.*, 16, 2012, p. 10.
- PIERGIOVANNI V. (a cura di), *The Courts and the development of Commercial Law*, Berlino 1987.
- PIERRI R., *Svolgimento dell'assemblea tra «vecchie» soluzioni giurisprudenziali e «nuovo» diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, II, p. 288.
- PISANI L., *Art. 139 e 140*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, G.F. CAMPOBASSO (diretto da), Utet, Torino 2002, p. 1140.

- PISCITELLO P., Art. 141 e 143, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, G.F. CAMPOBASSO (diretto da), Utet, Torino 2002, p. 1148.
- POLI S., *Il pegno di azioni*, Milano 2000.
- , *L'evoluzione della governance delle società chiuse*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Milano 2010.
- PORTALE G.B., *Lezioni di diritto privato comparato*, Torino, Giappichelli, II ed., 2007.
- POSCH L.J., *De Naamlouze Vennootschap (Proxy solicitation)*, in *NV*, 10, 1997, p. 264.
- POSNER R.A., *Economic analysis of law*, VIII ed., Wolters Kluwer, 2011.
- POUND J., *Proxy voting and the S.E.C. investor*, in *Journal of Financial Economics*, 29, 1991, pp. 241–285.
- PREMONTE R., Art. 142, 143 e 144, in *Il Testo Unico della Finanza*, M. FRATINI, G. GASPARRI (a cura di), tomo II, Utet Giuridica, 2012.
- PRESTI G., *La sollecitazione e la raccolta delle deleghe di voto nel Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria e nel Regolamento Consob 1 luglio 1998*, in *Banca impr. soc.*, 1999, I, p. 35.
- RAGUSA MAGGIORE G., *Riporto (contratto di)*, in *Enc. dir.*, Milano 1958–2008, vol. XL, pp. 1024 e ss.
- RAINELLI P., Art. 2389, in G. COTTINO, O. CAGNASSO (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, Bologna 2004.
- RATHENAU W., *La realtà della società per azioni. Riflessioni suggerite dall'esperienza degli affari*, in *Riv. Soc.*, 1960, p. 912.
- RAUCH K., *Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln*, II ed., Graz 1950.
- RECHENBERG W.F., *Die Hauptversammlung als oberstes Organ der Aktiengesellschaft*, Heidelberg, Verlag Recht und Wirtschaft, 1986.
- REMINGTON C.A., *A political Speech Exception to the Regulation of proxy solicitation*, in *Columbia Law Review*, 77, 1986, p. 1453.
- RENAUD H., *Das Recht der Aktiengesellschaften*, Lipsia 1875.
- RICCIARDIELLO E., *La nuova disciplina in materia di sollecitazione delle deleghe di voto: inizia la stagione italiana dei proxy fights?*, in *Giur. comm.*, 2012, I, p. 151.
- , *Artt. 135–novies e 135–decies*, in *Commentario TUF*, F. VELLA (a cura di), tomo II, Torino 2012, pp. 1481 e ss.
- RICHTER M.S. Jr., *Partecipare, intervenire ed assistere alle adunanze degli organi collegiali delle società azionarie*, in *Riv. soc.*, 5, 2013, pp. 892–904.
- RIPERT G., ROBLOT R., *Traité de Droit Commercial*, XV ed., tomo I, Paris 1993.
- RIVOLTA G.C.M., *La partecipazione sociale*, Milano 1965.
- , *Sulla divisione delle quote sociali*, in *Riv. soc.*, 1974, pp. 531 e ss.

- , *Vincenzo Buonocore e lo studio delle situazioni soggettive dell'azionista*, in *Giur. comm.*, 2012, I, p. 323.
- RIZZIERI A., *sub art. 1548 cod. civ.*, in *Commentario breve al codice civile*, G. CIAN, A. TRABUCCHI (a cura di), Padova 2009, p. 1624.
- RODRÍGUEZ ARTIGAS F., *La representación de los accionistas en la sociedad anónima*, Madrid, Editorial Cívitas, 1990.
- ROE M.J., *A political theory of american corporate finance*, in *Colum. L. Rev.*, 91, 1991, p. 10.
- , *Some differences in corporate structure in Germany, Japan, United States*, in *The Yale Law Journal*, 1993, p. 1927.
- , *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, 1996.
- ROHRlich C., *Law and practice in corporate control*, Beard Books, 2000.
- ROMAGNOLI G., *Corporate governance, Shareholders e Stakeholders; interessi e valori reputazionali*, in *Giur. comm.*, 2002, I, p. 350.
- ROMANO PAVONI G., *Le deliberazioni delle assemblee delle società*, Milano 1951.
- RONCERO SÁNCHEZ A., *La representación del accionista en la Junta general de la sociedad anónima*, Madrid, Editorial McGrawHill, 1996.
- , *La captación del voto a través de la solicitud pública de representación: transparencia, igualdad de oportunidades y conflicto de intereses*, in *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, F. RODRÍGUEZ ARTIGAS, L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, J. QUIJANO GONZÁLEZ, A. ALONSO UREBA, L. VELASCO SAN PEDRO, G. ESTEBAN VELASCO (diretto da), Pamplona, Editorial Aranzadi, 2006.
- , *Asistencia y representación en las Juntas Generales*, in *La Junta General de las sociedades de capital. Cuestiones actuales*, F. RODRÍGUEZ ARTIGAS, I. FARRANDO MIGUEL, F. GONZÁLEZ CASTILLA, R. TENA ARREGUI (diretto da), Madrid, Academia Matritense del Notariado, 2009.
- RONDINONE N., *Norme sulle azioni di responsabilità alternative contro gli amministratori di s.a. e in tema di deleghe di voto*, in *AA.VV., Tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario*, Giappichelli, Torino 2008.
- ROSSI G., *La persona giuridica, proprietà e rischio d'impresa*, Giuffrè, Milano 1967.
- , *Le c.d. regole di "corporate governance" sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?*, in *Riv. soc.*, 1, 2001, p. 12.
- , *Crisi del capitalismo e nuove regole*, in *Riv. soc.*, 5, 2009, p. 929.
- ROSSI S., *Il voto extrassembleare nelle società di capitali*, Milano 1997.
- ROSSI CHAUVENET C., *Contrasti in tema di requisiti della delega in assemblea e verifica della legittimazione dei presenti*, in *Corr. Giur.*, 9, 2007, p. 1302.
- ROTA L., *Sub art. 2347 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, P.G. Marchetti, L.A. Bianchi, F. GHEZZI, M. NOTARI (diretto da), Milano 2008.

- RYAN J., *Rule 14a-8, institutional shareholder proposals, and corporate democracy*, in *Ga. L. Rev.*, 23, 1988-1989, p. 97.
- SACCHI R., *Applicabilità per analogia dei divieti di rappresentanza contenuti nell'art. 2372 c.c.*, in *Giur. comm.*, 1977, I, p. 248.
- , *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. – Profili procedurali*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE (diretto da), vol. III, tomo I, Torino, Utet Giuridica, 1994.
- , *Sollecitazione e raccolta delle deleghe di voto*, in AA.Vv., *La riforma delle società quotate*, F. Bonelli, V. Buonocore, F. Corsi, R. Costi, P. Ferro Luzzi, A. Gambino, P.G. Jeager, A. Patroni Griffi (a cura di), Milano, Giuffrè, 1998.
- , *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della Direttiva azionisti*, in *Giur. comm.*, 2012, I, p. 31.
- , *L'informazione nella e per la assemblea delle società quotate*, in *AGE*, 1, 2013, p. 101.
- SACCONI L., *Etica degli affari*, in *Politica economica, L'enciclopedia dell'impresa*, Torino, Utet, 1994, pp. 216-222.
- SALANDRA V., *Il progetto Vivante per la riforma delle anonime e le società di partecipazione*, in *Riv. dir. comm.*, 1934, I, p. 747.
- SALANITRO N., *Società per azioni e mercati finanziari*, Giuffrè, Milano 1996.
- SALVETTI A., CAVALLI G., *Le società per azioni*, II, nella *Giur. sist. dir. civ. e comm.*, W. BIGIAVI (diretta da), II ed., Utet, 1983, p. 252.
- SAMBUCCI L., *art. 2393-bis cod. civ.*, in *Delle Società, dell'azienda, della concorrenza*, D.U. SANTOSUOSSO (a cura di), in *Commentario del codice civile*, E. GABRIELLI (diretto da), tomo II, Torino, Utet Giuridica, 2015.
- SANDEI C., *Organizzazione societaria e information technology. Semplificazione procedimentale e certezza dei rapporti giuridici*, Padova, Cleup, 2010.
- SANTAGATA C., *Mandato. Obbligazioni del mandatario. Obbligazioni del mandante*, in A. SCIALOJA, G. BRANCA, *Comm. cod. civ.*, F. GALGANO (a cura di), Bologna 1998, p. 109.
- SANTARELLI U., *Mercati e società tra mercanti*, III ed., Torino 1998.
- SANTINI G., *Natura e vicende della quota di società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. civ.*, 1962, I, pp. 437 e ss.
- SANTULLI R., voce *Sequestro: Sequestro giudiziario e conservativo (dir. proc. civ.)*, in *Enc. giur. Treccani*, Roma 1998, pp. 2 e ss.
- SANTOSUOSSO D.U., *Il nuovo diritto societario*, Milano 2003.
- SANZ F.L., *La adaptación del derecho español a la directiva sobre derechos de socios en materia de solicitud pública de representación en sociedades cotizadas*, Working Paper IE Law School, A18-181, 31 gennaio 2012.

- SARGENT M.A., HONABACH D.R., *Proxy rules handbook*, Clark Boardman Callaghan, 1995.
- SCANDUZZO L., *Il mercato e l'impresa: le teorie e i fatti*, in *Trattato di Diritto Commerciale*, V. BUONOCORE (diretto da), sez. I, tomo 6, Torino 2002.
- SCHALL A., *Companies act (Kommentar)*, C.H. Beck, 2014.
- SCHIESSL M., *Deutsche Corporate Governance post Enron*, 2002.
- SCHNEIDER U.H., *La strada dei fondi pensione come azionisti*, in *Riv. soc.*, 1992, p. 1449.
- SCHULMAN S.H., *The costs of free speech in proxy contests for corporate control*, in *Wayne L. Rev.*, 20, 1973–1974, p. 1.
- SCHWARTZ D.E., *The public-interest proxy contest: reflections on campaign gm*, in *Mich. L. Rev.*, 69, 1970–1971, p. 419.
- SECONDO R., *L'attuazione della direttiva "record date": profili di criticità e soluzioni interpretative, 1° parte*, in *Nuovo dir. soc.*, 2, 2011, p. 18.
- , *L'attuazione della direttiva "record date": profili di criticità e soluzioni interpretative, 2° parte*, in *Nuovo dir. soc.*, 3, 2011, p. 22.
- SEMLER F.J., *Stimmrecht*, in AA.Vv., *Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts*, vol. 4, Aktiengesellschaft, Monaco 1988.
- SENA G., *Convenzioni di voto e validità del voto*, in *Riv. soc.*, 1959, p. 443.
- , *Il voto nell'assemblea delle società per azioni*, Milano 1961.
- SEPE M., *Art. 141*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, G. ALPA, F. CAPRIGLIONE (a cura di), tomo II, Padova 1998, p. 1274.
- SFAMENI P., *Art. 143*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza d.lgs. 24.02.1998 n. 58*, P.G. MARCHETTI, L.A. BIANCHI (diretto da), Milano 1999, p. 1438.
- SHAKELTON F., *The law and the practice of meetings*, Londra 1957.
- SIEBEL U.R., PRINZ ZU LÖWENSTEIN M., FINNEY R., *German Capital Market Law*, New York–Monaco, Oceana Publications – C.H. Beck'sche Verlag, 1995.
- SIMPSON A.G., *Shareholder voting and the chicago school: now is the winter of our discontent*, in *Duke L.J.*, 43, 1993–1994, p. 189.
- SMITH D.G., *A Comparative analysis of the proxy machinery in germany, japan, and the united states: implications for the political theory of american corporate finance*, in *U. Pitt. L. Rev.*, 58, 1996–1997, p. 145.
- SOLDATI N., *Deleghe di voto*, in *Le Nuove Regole Del Mercato Finanziario: La Legge 28 Dicembre 2005, n. 262 "Disposizioni Per La Tutela Del Risparmio e La Disciplina Dei Mercati Finanziari"*, F. Galgano, F.A. ROVERSI MONACO (a cura di), vol. 52, Padova, Cedam, 2009.
- SOPRANO E., *L'assemblea generale degli azionisti*, Milano 1914.

- SPADA P., *La tipicità delle società*, Padova 1974.
- , *Impresa*, in *Digesto disc. priv., sez. comm.*, vol. VII, Torino 1992.
- , *Dalla nozione di tipo della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, I, 95, p. 110.
- , *Titoli di credito (1977–1986)*, in *Riv. dir. civ.*, 1986, II, p. 617.
- , *Un numero che detta regole: ovvero il ruolo del capitale sociale nel diritto azionario italiano*, in *Riv. not.*, 2014, p. 437 e ss.
- SPATAZZA G., *Le società per azioni. Costituzione–Azioni*, in *Giur. Sist. Bigiavi*, II ed., Torino 1984, p. 293.
- SPÖGLER L., *Art. 135–novies*, in *Il Testo Unico della Finanza*, M. FRATINI, G. GASPARRI (a cura di), tomo II, Utet Giuridica, 2012, p. 1833.
- STELLA RICHTER M. JR., *Prime considerazioni sulla legittimazione all'esercizio del voto dopo la riforma delle società di capitali*, in *Studio di diritto industriale in onore di Mario Vanzetti*, vol. II, Milano 2004.
- , *Partecipare, intervenire e assistere alle adunanze degli organi collegiali delle società azionarie*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 892.
- STIFEL L.D., *Shareholder Proxy Fight Expenses*, in *Clev.Marshall L. Rev.*, 8, 1959, p. 339.
- TILLMANN E., *Das Depotstimmrecht des Banken*, Zurigo, Schulthess Polygraphischer Verlag, 1985.
- TORINO R., *L'istituzionalizzazione delle minoranze azionarie. Le associazioni di azionisti in Francia e in Italia*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 603.
- TORTORANO F., *Le azioni*, in *I grandi problemi della società per azioni nelle legislazioni vigenti*, M. ROTONDI (a cura di), I ed., Cedam, Padova 1976, p. 313.
- TROPLONG R.T., *Contratto di società*, Livorno 1842.
- TROTTER J.H., GREENE D.J., *Proxies prepare to go digital: the sec's e-proxy solicitation proposal*, in *The Corporate Governance Advisor*, 14, 2006, p. 5.
- TUCCI A., *Le deleghe di voto nelle public companies statunitensi*, in *Dir. comm. intern.*, 1998, p. 385.
- TUCCI A., LENER R., *Le società di capitali e l'assemblea nelle società di capitali*, in *Trattato di diritto privato*, M. BESSONE (diretto da), vol. XVII, Giappichelli, Torino 2000.
- UNGARI P., *Statuti di compagnie e società azionarie italiane (1639–1808)*, VII ed., Milano 1993.
- VALUET J., LIENHARD A., PISONI P., *Code des sociétés et des marchés financiers*, XXV ed., Parigi, Dalloz, 2009.
- VAN DER ELST C., *Shareholder Rights and Shareholder Activism: The Role of the General Meeting of Shareholders*, ECGI – Law Working Paper No. 188 / 2012, 7 marzo 2012.

- VASSALLI F., VISENTINI G. (a cura di), *Legislazione economica: rassegne e problemi*, Giuffrè, Milano 1978.
- VELLA F., *Limiti alla rappresentanza azionaria e rapporto banca e impresa*, in *Banca impresa e soc.*, 3, 1994, pp. 311 e ss.
- , *Sub. art. 40 TUF*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, G.F. CAMPOBASSO (diretto da), vol. I, Torino 2002.
- VENEZIAN G., *Dell'usufrutto, dell'uso e dell'abitazione*, II ed., vol. II, Tipografia Soc. torinese, 1931.
- VENTORUZZO M., *La conferenza annuale della Sec e della North American Securities Administrators Association sull'uniformazione del diritto statale e federale in materia di securities regulation*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 686.
- VISENTINI B., *voce società (Azioni di)*, in *Enc. dir.*, vol. IV, Milano 1959.
- , *Opinioni e discussioni sulla riforma delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1967, p. 478.
- , *Evoluzione e problemi della società per azioni e lineamenti generali della riforma*, in *Riv. Soc.*, 1967, p. 1.
- , *Il sindacato di voto: realtà e prospettive*, in *Riv. soc.*, 1988, p. 15.
- VISENTINI G., *Ricerca sulle trasformazioni del sistema finanziario italiano: innovazione e deregolamentazione: relazione di sintesi per i profili giuridici*, Luiss, Roma 1989.
- , *Appunti sulla nuova disciplina del conflitto d'interesse dei soci e degli amministratori*, in *Riforma delle società in Italia*, Luiss University Press, Roma 2004, pp. 113–121.
- , *Diritto commerciale*, IV ed., Cedam, Padova 2013.
- , *Etica e affari: una prospettiva giuridica*, Luiss University Press, Roma 2005.
- , *I principi della società per azioni come istituto giuridico delle economie di mercato: confronti con la recente riforma*, in *Riforma delle società in Italia*, Luiss University Press, Roma 2004.
- , *Il futuro del capitalismo in Europa: etica principi regole*, in *Capitalismo prossimo venturo*, Egea, Milano 2010, pp. 77–108.
- , *La diligenza come criterio di responsabilità dell'amministratore*, in *Principi civilistici nella riforma del diritto societario*, Giuffrè, Milano 2005, pp. 99–108.
- , *La società per azioni nella prospettiva della corporate governance*, Milano, Ceradi-Giuffrè, 1997.
- , *Lezioni di teoria generale del diritto*, III ed., Cedam, Padova 2008.
- , *Manuale di Diritto Commerciale*, vol. III, Padova, Cedam, 2012.
- VISENTINI B., PALAZZOLO A., *Compendio di diritto commerciale*, II ed., Cedam, Padova 2014.
- VISENTINI B., PANZIRONI V., *Corporate governance*, Ceradi-Luiss, Roma 1997.

- VISENTINI G., RAFFAELE F., *From shareholders' rights to directors' duties: liability and accountability of directors*, Kluwer Law International, Londra 2011.
- VIVANTE C., *Gli azionisti fiduciari (prestanome) nelle assemblee delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1903, I, p. 167.
- , *Trattato di diritto commerciale*, I ed., Milano 1912.
- , *Sul risanamento delle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1917, I, p. 167.
- , *Trattato di diritto commerciale*, V ed., vol. II, *Le società commerciali*, Torino 1923.
- , *Contributo alla riforma delle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1934, I, p. 309.
- , *Del contratto di assicurazione – di pegno – di deposito nei magazzini generali*, in *Il cod. di comm. commentato*, Utet, 1936, n. 640.
- VOLPE PUTZOLU G., *La gestione dei fondi pensione da parte delle imprese di assicurazione vita*, in *Assicurazioni*, 1988, I, p. 22.
- WATERS M.D., “Solicitation” under the sec’s proxy rules: charting the safe harbor for shareholder communications, in *Jones L. Rev.*, 2, 1998, p. 1.
- WEIDER M., *Der Niessbrauch an Aktien*, Lipsia 1925.
- WEIGMANN R., *Concorrenza e mercato azionario*, Milano 1978.
- WEILLER A., *In tema di invalidità di sindacati azionari di amministrazione*, in *Foro pad.*, 1947, I, p. 244.
- WERBNER M.S., *Shareholders’ remedies for violation of proxy rule 14a–9*, in *Sw. L.J.*, 31, 1977, p. 1125.
- WINTER J.W., *Ontwikkelingen in het effectenverkeersrecht*, in *NV*, 74, 1996, p. 34.
- WÜRDINGER H., *Aktienrecht*, Kalsruhe, 1959.
- YSURSA B.J., *Right of Successful Insurgents to Recover Attorneys Fees from the Corporation*, in *St. Louis U.L.J.*, 11, 1966/1967, p. 639.
- ZAGRA G., *Una fattispecie particolare di acquisto di azioni proprie*, in *Società*, 2001, p. 1387.
- ZANONI A., *Sub art. 2347 c.c.*, in *Codice Commentato delle S.P.A.*, G. FAUCEGLIA, G. SCHIANO DI PEPE (diretto da), tomo I, Torino 2007, p. 170.

Casi giurisprudenziali US

- A.J. Palumbo v. Deposit Bank*, 758 F.2 113, 116 (3^o cir. 1985).
- Cullom v. Simmonds* 285 A Div. 1051 (N.Y. A Div. 1955).
- Empire Southern Gas Co. v. Gray*, 29 Del Ch. 95, 46 Atl. 2d 741 (Ch. 1946).
- Fletcher v. Cyc. Cor.*, 2052.90 (1996).

- Fradkin v. Ernst*, 571 F. Supp. 829 (N.D. Ohio 1983).
- Gillette Co. V. RB Partners* 1693 F. Supp. 1266, 1286 (D. Mass.1988).
- Hall v. Trans-Lux Daylight Picture Screen Cor*, 20 Del Ch. 78, 171 Atl. 226 (Ch. 1934).
- Hand v. Missouri-Kansas Pipe Line Co.*, 54 F. Su 649 (D.C. Del. 1944).
- Hibbert v. Hollywood Park, Inc.*, 457 A2 339 (Del. Supr. 1983).
- Johnson v. Tago, Inc.*, 188 Cal. A 3 507, 233 CAL Rptr 503 (dic. 1986).
- Lawyers' Advertising Co. v. Consolidated Ry. Lighting & Refrigerating Co.* 187 N.Y. 395, 80 N.E. 199 (1907).
- Levin v. Metro Goldwyn Mayer Inc.*, 264 F. Su 797 (S.D.N.Y 1967).
- Levin. V. Metro-goldwin Mayer*, 264 F. Su 797, 802/3 (S.D.N.Y. 1967).
- Peel v. London & Northwestern Ry. Co.* [1907] 1 Ch. 5.
- Rosenfeld v. Fairchild Engine & Airplane Cor*, 309 N.Y. 168, 176, 128 N.E. 2d 291, 295 (1955).
- Steinberg v. Adams*, 90 F. Su 604 (S.D.N.Y. 1950 applying Delaware Law).

Casi giurisprudenziali italiani

- Cass. 4 agosto 1936, n. 2851, in *Giur. it.*, 1937, I, 1, p. 209.
- Cass. 5 agosto 1940, n. 2851, in *Rep. Giur. it.*, 1940, voce *Società*, n. 185.
- Cass. 17 giugno 1953, n. 1975, in *Foro it.*, 1954, I, p. 806.
- Cass. 5 luglio 1958, n. 2422, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1958, II, p. 550 con nota di T. Ascarelli, *In tema di sindacati azionari*.
- Cass. 12 maggio 1965, n. 909, in *Giur. It.*, 1965, I, 1, p. 1507, con nota critica di G. Santini.
- Cass. 24 gennaio 1980 n. 605, in *Mass. Giust. civ.*, 1980, p. 1.
- Cass. 27 maggio 1982 n. 3233, in *Mass. Giust. civ.*, 1992, p. 5.
- Cass. 4 maggio 1994 n. 4323, in *Foro it.*, 1995, I, p. 633.
- Cass. 26 ottobre 1995 n. 11151, in *Società*, 1996, p. 295.
- Cass. 19 agosto 1996, n. 7614, in *Giur. it.*, 1997, I, 1, p. 586.
- Cass. 11 febbraio 1998 n. 1388, in *Studium Iuris*, 1998, p. 535.
- Cass. 10 marzo 1999, n. 2053, in *Società*, 1999, p. 947.
- Cass. 16 maggio 2000 n. 6323, in *Foro it.*, I, p. 277.
- Cass. 11 giugno 2003 n. 9353, in *Società*, 2003, p. 1352.
- Cass. 12 dicembre 2005 n. 27397, in *Impresa*, 2006, p. 482.

- Cass. 17 luglio 2007 n. 15942, in *Società*, 3, 2008, p. 306, con nota di M.P. Ferrari, *Invalidità delle delibere assembleari: difetto di convocazione ed abuso di potere*.
- Cass. 16 novembre 2007, n. 23824.
- Cass. 12 dicembre 2012, n. 22763, in *Diritto & Giustizia*, 2012, o, p. 1168, con nota di V. FLOCCARI, *Decade l'onere del socio partecipante all'assemblea di depositare preventivamente nella sede sociale il proprio titolo azionario*.
- Corte d'Appello di Genova 16 maggio 1898, in *Repertorio generale delle massime di giurisprudenza commerciale*, Torino 1907, p. 215, con nota di A. Ingarano.
- Corte d'Appello di Milano 15 novembre 1901, in *Repertorio generale delle massime di giurisprudenza commerciale*, Torino 1907, p. 216, con nota di A. Ingarano.
- Trib. Venezia, 5 aprile 1884, in *Repertorio generale delle massime di giurisprudenza commerciale*, Torino 1907, p. 221, con nota di A. Ingarano.
- Trib. Genova 10 agosto 1887, in *Giurisprudenza sul Codice di Commercio*, Milano 1918, p. 612, con nota di U. Navarrini.
- Trib. San Remo 22 giugno 1934, in *For. It.* 1935, I, p. 160 con nota di T. Ascarelli.
- Trib. Milano, 16 marzo 1956.
- Trib. Milano, 11 luglio 1994, in *Giur. it.*, 1995, I, 2, p. 830.
- Trib. Roma 18 marzo 1996, in *Soc.*, 1996, p. 831.
- Trib. Milano, 19 novembre 2001.
- Trib. Salerno, 15 dicembre 2007, in *Giur. comm.*, 2009, II, p. 736.
- Trib. Bari, Sez. IV, 27 febbraio 2012, n. 688.

Documenti istituzionali

- AMF, *Reco.ndation 2011-06 – Proxy voting advisory firms*, 18 marzo 2011.
- Assonime, Circolare n. 40/2013.
- , *Risposta Assonime alla consultazione del “The Best Practice Principles for Governance research Providers Group” sui “Principi di best practice per I proxy advisors”*, Consultazioni n. 1/2014, 2014.
- , *La disciplina dell'assemblea delle società quotate: le modifiche del decreto correttivo del 2012 e le disposizioni attuative della Consob del 2013*, Circolare n. 40 del 16 dicembre 2013, 2013.
- , *Il Codice di autodisciplina e la relazione sul governo societario e gli assetti proprietari*, circolare n. 7 del 27 febbraio 2014, 2014.
- Borsa Italiana, *Istruzioni al Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.A.*, aggiornato al 16 febbraio 2015.

- , *Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.A.*, aggiornato al 16 febbraio 2015.
- Commissione Europea, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regard the encouragement of long-term shareholder engagement*, 2014.
- Commissione Olandese per la Corporate Governance, *Rapport van de Commissie Corporate Governance, Aanbevelingen inzake Corporate Governance*, 1996.
- Consiglio notarile di Milano – Commissione società, *Rappresentanza dei soci nelle assemblee di s.r.l. (art. 2479 bis, co. II, c.c.)*, Massima n. 63, 22 novembre 2005.
- CONSOB, *Quaderni di Finanza*, n. 29 – agosto 1998 intitolato «Lavori preparatori per il testo unico della finanza – diritto societario».
- European Securities and market authority (ESMA), *Discussion Paper «An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options»*, ESMA/2012/212, 22 marzo 2012.
- GEORGESON, *Annual Corporate Governance Review*, 2014.
- , *Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze*, 2013.
- Institute OF chartered secretaries & administrators (ICSA), *ICSA Guidance on the Implementation of the Shareholder Rights Directive*, rif. n. 090729, 2009.

AREE SCIENTIFICO–DISCIPLINARI

AREA 01 – Scienze matematiche e informatiche

AREA 02 – Scienze fisiche

AREA 03 – Scienze chimiche

AREA 04 – Scienze della terra

AREA 05 – Scienze biologiche

AREA 06 – Scienze mediche

AREA 07 – Scienze agrarie e veterinarie

AREA 08 – Ingegneria civile e architettura

AREA 09 – Ingegneria industriale e dell'informazione

AREA 10 – Scienze dell'antichità, filologico–letterarie e storico–artistiche

AREA 11 – Scienze storiche, filosofiche, pedagogiche e psicologiche

AREA 12 – **Scienze giuridiche**

AREA 13 – Scienze economiche e statistiche

AREA 14 – Scienze politiche e sociali

AREA 15 – Scienze teologico–religiose

AREA 16 – Discipline musicali

Il catalogo delle pubblicazioni di Aracne editrice è su

www.aracneeditrice.it

Finito di stampare nel mese di marzo del 2020
dalla tipografia «The Factory S.r.l.»
00156 Roma – via Tiburtina, 912
per conto della «Giacchino Onorati editore S.r.l. – unipersonale» di Canterano (RM)

CASSAZIONE CIVILE
Sez. I, 12 settembre 2014, n. 19314
Pres. VITRONE – Giudice rel. DIDONE
Fallimento E. N. N. c. R.G. e A.C.

Fallimento – Azione revocatoria fallimentare – Sproporzioni tra prestazioni – Atto di compravendita – Contratto preliminare – Conclusione contratto definitivo – Valore venale.

(Legge fallim., art. 67; Cod. civ., artt. 1470, 1351, 1461, 2932)

Nell'ipotesi di revocatoria fallimentare di un atto di compravendita preceduto dalla stipula di un contratto preliminare, la sproporzione tra le prestazioni deve essere valutata con riferimento al momento della conclusione del contratto definitivo, essendo tale negozio a determinare l'effettivo passaggio della proprietà, e a tal momento occorre riferirsi per la determinazione del valore venale del bene ⁽¹⁾.

⁽¹⁾ L'incoerente interpretazione dell'art. 67 legge fallim.

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Premesse. – 3. Tesi della lesione dalla massa creditoria come effettivo trasferimento di un bene. – 4. Antitesi della revocabilità del preliminare. Anticipazione della rilevazione dei presupposti ex art. 67 legge fallim. – 5. Conclusione.

1. *Introduzione.* – La Corte Suprema di Cassazione, il più delle volte la Sezione Civile Prima ⁽¹⁾, sovente si è pronunciata in ordine all'azione revocatoria fallimentare ex art. 67 legge fallim. e, con particolare riguardo al comma 1, al momento in cui debbano esserne individuati i presupposti nell'ipotesi di atto di compravendita immobiliare stipulato in adempimento di precedente contratto preliminare ⁽²⁾. Si è chiesta – con risposte sostan-

⁽¹⁾ Con decreto del Primo Presidente della Cassazione datato 6 maggio 2013 è stato approvato il nuovo schema tabellare, per cui la Sezione Civile Prima è l'unica deputata a statuire in materia di fallimento.

⁽²⁾ Sulla questione sono numerosissimi i precedenti, peraltro alcuni citati anche nelle motivazioni della sentenza in commento; v., tra le tante, in ordine cronologico discendente (con relativa massima), Cassazione civ., sez. I, 1 settembre 2011, n. 17995: «Nel caso in cui sia stipulato prima un contratto preliminare di compravendita e poi il contratto definitivo, l'accertamento dei presupposti dell'azione revocatoria fallimentare deve essere compiuto con riguardo al secondo, quale negozio in virtù del quale si verifica il trasferimento definitivo del diritto di proprietà, non anche al contratto preliminare di vendita. Solo con il contratto definitivo, difatti, il bene, uscendo dal patrimonio del debitore, viene sottratto alla garanzia della massa dei creditori»; Cassazione civ., sez. I, 29 gennaio 2008, n. 2005: «In tema di revocatoria di atto di compravendita immobiliare preceduto dalla stipula di un contratto preliminare, l'accertamento dell'elemento oggettivo, tra i presupposti dell'azione promossa ai sensi dell'art. 67, comma 2, legge fallim., deve essere condotto con riferimento alla data della conclusione del contratto definitivo, il quale determina l'effettivo passaggio della proprietà e con riguardo alla persona del proprietario venditore, benché diverso dal promittente la vendita»; Cassazione civ., sez. I, 30 marzo 1994, n. 3165: «Nel caso di revocatoria fallimentare di una compravendita stipulata in adempimento di un contratto preliminare, l'accertamento dei presupposti della revocatoria, e quindi anche dello scomputo tra le prestazioni (nella specie, per pretesa variazione del valore dell'immobile nel tempo trascorso tra il contratto preliminare ed il definitivo) va compiuto con riferimento alla data del con-

(*Omissis*). 1. – La Soc. (*Omissis*) è stata dichiarata fallita in data 3 ottobre 1996, ma il fallimento si è chiuso con Decreto 22 maggio 1997, per mancanza di passivo. La società, tornata *in bonis*, si è posta in liquidazione ed ha proceduto alla vendita degli immobili da essa realizzati e ciò in esecuzione di contratti preliminari stipulati in epoca anteriore rispetto alla prima dichiarazione di fallimento. Quindi la società in liquidazione è stata nuovamente dichiarata fallita con sentenza del 21 dicembre 2000 e il curatore ha proposto nei confronti di (*Omissis*) e (*Omissis*) azione revocatoria dell'atto

zialmentecostanti nel tempo ⁽³⁾ – se debba prendersi in considerazione il momento della stipula del contratto preliminare, ovvero quella del contratto definitivo, al fine di precisare il valore del bene nell'ottica della sproporzione delle prestazioni (elemento oggettivo) ed il contesto in cui assume rilevanza l'aspetto psicologico del terzo acquirente (elemento soggettivo).

Agli Ermellini è stato chiesto in definitiva quale sia il momento temporale in cui si debba valutare il «giusto prezzo» nell'ipotesi di contratto preliminare con data certa anteriore al fallimento e successivo contratto definitivo. Con la sentenza in commento il Collegio giudicante ha colto l'occasione, dunque, per prendere nuovamente posizione, aderendo alla giurisprudenza oramai granitica sul punto ⁽⁴⁾.

tratto definitivo, con cui il bene, uscendo dal patrimonio, viene sottratto alla garanzia dei creditori, considerato anche che, ove nel momento fissato per la stipulazione del contratto definitivo, sussista pericolo di revoca dell'acquisto per la sopravvenuta insolvenza del promittente, il promissario ha la facoltà di non addivenire alla stipulazione, in applicazione dell'art. 1461 cod. civ.»; Cassazione civ., sez. I, 11 marzo 1993, n. 2967: «La sussistenza degli elementi e dei presupposti dell'azione revocatoria fallimentare (nell'ipotesi, la conoscenza dello stato d'insolvenza) deve essere accertata con riferimento alla data del contratto definitivo di compravendita del bene del fallito – in virtù del quale si realizza l'effetto traslativo della relativa proprietà – e non a quella del contratto preliminare»; Cassazione civ., sez. I, 16 gennaio 1992, n. 500: «L'accertamento degli elementi e dei presupposti afferenti all'azione revocatoria fallimentare deve essere compiuto con riguardo alla vendita definitiva – del bene – quale negozio in virtù del quale si verifica il trasferimento definitivo del diritto di proprietà – e non anche al contratto preliminare di vendita»; Cassazione civ., sez. I, 4 novembre 1991, n. 11708: «Nel caso di revocatoria fallimentare di una compravendita, stipulata in adempimento di un contratto preliminare intercorso fra le parti, l'esame della proporzione delle prestazioni e quello della conoscenza dello stato di insolvenza vanno compiuti con riferimento alla data del contratto definitivo e non a quella del contratto preliminare»; e Cassazione civ., sez. I, 18 luglio 1979, n. 4255: «In tema di revocatoria il requisito della "inscientia fraudis" va dimostrato, vincendo la presunzione "iuris tantum" stabilita dall'art. 67 legge fallim. con riferimento anche al contratto definitivo e non solo con riferimento al contratto preliminare, tanto più quando sussista notevole sproporzione tra il prezzo indicato nel preliminare e quello indicato nel contratto definitivo, in misura nettamente inferiore».

⁽³⁾ Da ultimo, il 2 luglio 2014, la stessa Sezione Civile Prima, consigliere relatore Scalfaferrì, ha redatto anche la sentenza n. 19020, depositata appena due giorni prima (10 settembre 2014) rispetto a quella in commento (12 settembre 2014), concludendo – sempre a favore del medesimo Fallimento di cui alla sentenza trattata – con il dare rilevanza unicamente al momento in cui il bene, uscendo dal patrimonio, viene sottratto alla garanzia dei creditori, e non anche all'accordo delle parti nella determinazione del prezzo in sede preliminare.

⁽⁴⁾ Anche la giurisprudenza di merito si è allineata; v., *ex multis*, Tribunale S. Maria Capua V., 16 settembre 2002: «Il contratto preliminare di compravendita immobiliare, non comportando alcun trasferimento di proprietà del bene, giacché semplicemente anticipa solo il trasferimento del possesso ed il pagamento del corrispettivo senza effetti traslativi, e quindi non arrecando danni alla massa fallimentare, non può essere assoggettato a revocatoria fallimentare potendo, il curatore, solo scegliere tra l'esecuzione o lo scioglimento dal contratto»; Tribunale Bologna, 2 marzo 2001: «Se l'atto definitivo di vendita sia stato preceduto da un preliminare, agli effetti della "scientia decoctionis", quanto al momento in cui deve essere valutata la ricorrenza del requisito della "notevole sproporzione" ex art. 67, comma 1, legge fallim., deve farsi riferimento al momento della vendita e non a quello anteriore del-

di alienazione di immobile legge fallim., ex art. 67, comma 1, che è stata accolta dal Tribunale con sentenza confermata dalla Corte di appello di Napoli il 30 giugno 2011. Contro la sentenza di appello i convenuti hanno proposto ricorso per cassazione affidato ad un solo motivo, articolato in due distinte censure. Resiste con controricorso la curatela intimata. Nel termine di cui all'art. 378 cod. proc. civ., i ricorrenti hanno depositato memoria.

Nel caso di specie, una società edile, prima dichiarata fallita e poi tornata *in bonis* per mancanza di passivo, procedeva – durante la fase di liquidazione – alla vendita di beni immobili da essa realizzati in esecuzione di contratti preliminari di compravendita stipulati in epoca anteriore rispetto alla dichiarazione di fallimento.

Quindi, veniva dichiarata nuovamente fallita e per l'effetto il curatore fallimentare proponeva la revocatoria ex art. 67, comma 1, legge fallim. (versione *ante* riforme del 2006 e 2007) di tutti gli atti di alienazione di immobile contro i terzi acquirenti. Sia il Tribunale in primo grado, sia la Corte di Appello in secondo accoglievano la domanda, a cui seguiva il giudizio di cassazione.

In questa sede i terzi acquirenti denunciavano la violazione e falsa applicazione della norma speciale di cui trattasi in ordine a due tematiche specifiche: la determinazione del valore del bene ai fini dell'accertamento della sproporzione e l'elemento soggettivo. In particolare, affermavano di aver fornito prova dell'*inscientia decoctionis*, ovvero della mancata conoscenza dello stato di insolvenza del debitore fallito, al tempo in cui era stato stipulato il preliminare e deducevano inoltre che fosse questo il momento in cui andava valutata la sproporzione tra le prestazioni.

2. *Premesse.* – Prima di procedere alla analisi critica della sentenza in commento, è bene premettere alcune precisazioni. La c.d. revocatoria fallimentare, il cui legittimato attivo è esclusivamente il curatore fallimentare, ha come *ratio* quella di garantire la *par condicio creditorum* a fronte di atti lesivi compiuti dal fallito, dei quali è richiesta una pronuncia di revoca⁽²⁾. Affinché il curatore possa esercitare l'azione, devono sussistere alcuni requisiti di leg-

l'eventuale contratto preliminare»; e Tribunale Napoli, 9 novembre 1993: «*Il contratto preliminare di compravendita, non comportando il trasferimento della proprietà del bene e quindi un danno per la massa, non è soggetto a revocatoria fallimentare*». Tutte concentrate sull'aspetto reale del rapporto contrattuale.

(²) La letteratura al riguardo è ampissima e risalente, v. ROCCO, *Il fallimento. Teoria generale e origine storica*, Milano, 1917; BONELLI, *Del fallimento*, II, Milano, 1938; AULETTA, *Revocatoria civile e commerciale*, Milano, 1939; CANDIAN, *Il processo di fallimento*, Padova, 1939; LORDI, *Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, Napoli, 1946; DE MARTINI, *Il patrimonio del debitore nelle procedure concorsuali*, Milano, 1956; RAGUSA MAGGIORE, *Contributo alla teoria unitaria della revocatoria fallimentare*, Milano, 1960; DE SEMO, *Diritto fallimentare*, Padova, 1964; MAFFEI ALBERTI, *Il danno nella revocatoria*, Padova, 1970; MAZZOCCA, *Manuale di diritto fallimentare*, Napoli, 1986; FERRARA, *Il fallimento*, Milano, 1974; PROVINCIALI, *Trattato di diritto fallimentare*, I-IV, Milano, 1974; DE FERRA, *Manuale di diritto fallimentare*, Milano, 1989; QUATRARO, *La revocatoria ordinaria e fallimentare*, Milano, 1989; PAJARDI, *Il sistema revocatorio (ordinario, fallimentare e penale tra teoria ed applicazioni)*, Milano 1990; TERRANOVA, *Effetti del fallimento sugli atti pregiudizievoli ai creditori. Commentario Scialoja-Branca Legge Fallimentare* (a cura di F. Galgano e F. Bricola), Bologna, 1993; PAJARDI, *Manuale di diritto fallimentare*, Milano, 1993; PROVINCIALI-RAGUSA MAGGIORE, *Istituzioni di diritto fallimentare*, Padova, 1994; PAJARDI e BOCCHIOLA, *La revocatoria fallimentare*, Milano, Giuffrè, 2001; RAGO, *Manuale della revocatoria fallimentare: profili sistematici di dottrina e giurisprudenza*, Padova, Cedam, 2006; QUARANTA, *L'azione revocatoria fallimentare, in Fallimento e concordati*, Torino, Utet giuridica e Milano, Wolters Kluwer Italia, Manuali professionali, 2008, pagg. 809-876; DI IULIO, *L'azione revocatoria fallimentare*, in *Trattato delle procedure concorsuali*,

MOTIVI DELLA DECISIONE. – 2. – Con l'unico motivo i ricorrenti denunciano violazione e falsa applicazione della legge fallim., art. 67, sia in ordine al momento di determinazione del valore ai fini dell'accertamento della sproporzione sia in ordine all'elemento soggettivo. Deducono di avere fornito la prova dell'*inscientia decoctionis* all'epoca della stipula del preliminare e che la sproporzione andava valutata con riferimento al momento della stipula di tale ultimo atto.

3. – Le censure – là dove non sono inammissibili perché versate in fatto

ge (costituenti il minimo comune denominatore di tutte le forme di revocatoria): è imprescindibile, al di là dell'effettivo danno e della consapevolezza del pregiudizio⁽⁶⁾, che l'atto sia concluso in un periodo sospetto di volta in volta individuato dall'art. 67 legge fallim.; che il sinallagma contrattuale sia affetto da una sproporzione delle prestazioni⁽⁷⁾; e che il terzo acquirente sia a conoscenza – in concreto⁽⁸⁾ – dello stato di insolvenza del creditore (*scientia decoctionis*)⁽⁹⁾.

L'art. 67, comma 1, n. 1, legge fallim. disciplina la revocatoria degli atti a titolo oneroso compiuti nell'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento, in cui le prestazioni eseguite o le obbligazioni assunte dal fallito superano di oltre un quarto ciò che a lui è stato dato o promesso⁽¹⁰⁾. Viceversa, se la sproporzione non supera prefata so-

Torino, Utet giuridica, 2010-2012, pagg. 117-200; FRANCONI, *L'azione revocatoria fallimentare: art. 67, comma 1 e 2, legge fallim.*, in *Azioni revocatorie*, Torino, Utet, 2014, pagg. 199-222; AA.VV., *Le azioni revocatorie: la disciplina, il processo*, Torino, Utet, 2014.

⁽⁶⁾ BONSIGNORI, *Revocatoria fallimentare*, in *Digesto delle discipline privatistiche - Sezione commerciale*, volume XII, Torino, 4^a ed., Utet, 1996, pag. 464.

Anche con riferimento al comma 2 è stato ribadito dal Tribunale di Roma in data 30 ottobre 2013 che il curatore deve dimostrare che l'*accipiens* era a conoscenza dello stato di insolvenza del debitore, ma non deve dimostrare il pregiudizio arrecato alla massa dei creditori dal pagamento che egli intende revocare poiché in tale azione l'evento dannoso è *in re ipsa*, consistendo nella lesione della *par conditio creditorum*.

⁽⁷⁾ La giurisprudenza, prima delle recenti riforme (D.Lgs. 9 gennaio 2006, n. 5 e D.Lgs. 12 settembre 2007, n. 169), interpretava l'avverbio «notevolmente» nel senso che il prezzo corrisposto dovesse essere inferiore al valore di mercato di una percentuale, che variava – a seconda delle decisioni di merito, *ex multis*, v. Tribunale Roma, 18 ottobre 1986, in *Fall.*, 1987, pag. 349; Tribunale Milano, 7 febbraio 1985, in *Fall.*, 1985, pag. 571; Tribunale Torino, 17 maggio 1984, in *Fall.*, 1984, pag. 1299 – tra il 25 ed il 35%. Si aggiunga, e questo vale ancora oggi, che la proporzionalità deve essere verificata considerando le obbligazioni dedotte nel contratto, senza tener conto di successivi inadempimenti e del danno che ne è eventualmente derivato, atteso che l'inadempimento di talune delle obbligazioni dedotte nel contratto è accaduto successivo all'accordo delle parti ed estraneo all'assetto contrattuale.

⁽⁸⁾ È stato recentemente ribadito, con Cassazione civ., sez. I, 30 luglio 2014, n. 17286, che «*in tema di prova contraria della conoscenza dello stato di insolvenza, presunta nella revocatoria fallimentare ex art. 67, comma 1, n. 1, legge fallim., la certezza della sua esclusione esige, anche mediante il ricorso a presunzioni, concreti collegamenti tra il convenuto ed i sintomi conoscibili, per una persona di ordinaria prudenza ed avvedutezza, del predetto stato; ne consegue che va attribuito rilievo alla contiguità territoriale del luogo in cui opera l'impresa, alla occasionalità ovvero alla continuità dei rapporti commerciali con essa ed alla loro importanza, all'epoca dell'atto rispetto alla dichiarazione di fallimento*».

⁽⁹⁾ Cfr. MINOLI, *Il fondamento dell'azione revocatoria*, in *Jus*, 1954, pagg. 231-240.

⁽¹⁰⁾ Studio n. 6114/T approvato il 14 dicembre 2005 dal Gruppo di studio sulla Riforma del diritto fallimentare costituito presso il CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO, *La nuova azione revocatoria fallimentare: profili generali – le ipotesi di esenzione relative a piani di risanamento ed a procedure alternative al fallimento* (Art. 67, comma 1 e 2; comma 3, lett. d), e), g)), 2005, pag. 2, in cui è stato messo in luce come il n. 1 del comma 1 sia stato modificato in favore di un criterio matematico per l'individuazione della sproporzione tra le prestazioni e/o

– sono infondate perché la Corte di merito ha fatto corretta applicazione dei principi affermati in materia dalla giurisprudenza costante di questa Corte. Invero, nell'ipotesi di revocatoria ai sensi della legge fallim., art. 67, comma 1, n. 1, di atto di compravendita preceduto dalla stipula di un contratto preliminare, la sproporzione tra le prestazioni deve essere valutata con riferimento al momento della conclusione del contratto definitivo, essendo questo che determina l'effettivo passaggio della proprietà, e a tal momento occorre riferirsi per la determinazione del valore venale del bene

glia⁽¹¹⁾, e quindi la fattispecie assume minor disvalore agli occhi del legislatore, il curatore potrà agire in forza del disposto di cui al comma 2 del medesimo articolo, con l'onere nondimeno di provare la *scientia decoctionis* (non operando più la presunzione), in un periodo sospetto dimezzato.

Infine, ai sensi del comma 3, non sono soggetti all'azione revocatoria alcuni atti tra cui le vendite ed i preliminari di vendita trascritti⁽¹²⁾ ai sensi dell'art. 2645-bis del cod. civ., i cui effetti non siano cessati ai sensi del comma 3 della suddetta disposizione, conclusi a «giusto prezzo» ed aventi ad oggetto immobili ad uso abitativo e destinati a costituire l'abitazione principale dell'acquirente o di suoi parenti e affini entro il terzo grado (lett. c)⁽¹³⁾.

3. *Tesi della lesione dalla massa creditoria come effettivo trasferimento di un bene.* – La Suprema Corte, nel respingere le censure mosse dai ricorrenti, statuiva che la sproporzione

le obbligazioni eseguite e/o assunte dal fallito negli atti a titolo oneroso compiuti nell'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento. La generica espressione «sorpasano notevolmente» è stata definitivamente sostituita con «sorpasano di oltre un quarto» sulla scia della maggior parte delle pronunzie soprattutto di merito, già citate nella precedente nt. 7, a cui aggiungerei per completezza la Cassazione civ., sez. I, 6 novembre 1986, n. 6501, in *Fall.*, 1987, pag. 803.

V. anche CACCAVALE, *Giustizia del contratto e presupposizione*, Torino, 2005, pag. 76, in merito al rapporto tra bene e valore nei diversi istituti civilistici, come la risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta (art. 1467 cod. civ.); la revisione del prezzo in tema di onerosità o difficoltà dell'esecuzione dell'appalto (art. 1664 cod. civ.); il sistema di protezione in caso di contratti conclusi da persone incapaci di intendere e di volere (art. 428 cod. civ.), oppure in stato di pericolo (art. 1447 cod. civ.), o ancora in caso di bisogno (art. 1448 cod. civ.); la rescissione per lesione (art. 763 cod. civ.), la rendita vitalizia (art. 1872 cod. civ.). Anche nella legislazione speciale vi sono esempi simili: tra i tanti, il rapporto tra finanziamento bancario fondiario e bene dato in garanzia (art. 38 L. 1 settembre 1993, n. 385). In ambito di procedure esecutive, cfr. CANANZI, *Potere di sospensione della vendita ex art. 586 cod. proc. civ. e riflessi sull'attività del Notaio delegato ai sensi della legge n. 302/98*, in *Notariato*, 1999, pag. 367 segg., convinto che – in sede di vendita con incanto dall'art. 586 cod. civ. e in sede di vendita senza incanto dall'art. 572 cod. civ. – il «giusto prezzo» sia quello che si ricava dalle offerte degli interessati.

⁽¹¹⁾ Circa la differenza tra il prezzo di mercato e il prezzo convenuto dalle parti di ammontare inferiore al 25%, la c.d. zona grigia, consiglio FABIANI, *L'alfabeto della nuova revocatoria fallimentare*, in *Fall.*, 2005, pag. 573 segg.

⁽¹²⁾ GUIDA, *La revocatoria fallimentare degli atti di trasferimento immobiliare*, in *Riv. notariato*, 4, 2008, pag. 822, cit.; la locuzione «preliminari di vendita trascritti» è stata inserita, accanto a quella di «vendite», dall'art. 4 del D.Lgs. 12 settembre 2007, n. 169, introducendo un termine nuovo in tema di revocatoria fallimentare, ove si parla in genere di «atti a titolo oneroso». A differenza del comma 1, pertanto, non è stato lasciato alcun margine di individuazione dei negozi ricompresi. A dire dell'A. il legislatore, nel comma 3, lett. c), ha voluto limitarne la portata solo alla «vendita», poiché lo spirito complessivo della eccezione alla regola della revocatoria ha tenuto presente le situazioni particolarmente «deboli», ma tradizionali, rappresentate dal mero acquisto della propria abitazione.

⁽¹³⁾ *Ivi*, pag. 820, cit., secondo cui è stato ritenuto prevalente l'interesse della parte acquirente, al mantenimento in vita del negozio, sull'interesse del ceto creditorio di vederne caducare gli effetti nei suoi confronti per ricostituire il patrimonio del fallito e destinarlo al soddisfacimento concorsuale.

(sez. I, n. 5058/2007). Più di recente si è affermato che in tema di revocatoria fallimentare di compravendita stipulata in adempimento di contratto preliminare, l'accertamento dei relativi presupposti va compiuto con riferimento alla data del contratto definitivo, in quanto la legge fallim., art. 67, ricollega la consapevolezza dell'insolvenza al momento in cui il bene, uscendo dal patrimonio, viene sottratto alla garanzia dei creditori, rendendo irrilevante lo stato soggettivo con cui è assunta l'obbligazione, di cui l'atto finale comporta esecuzione, salvo che ne sia provato il carattere frau-

tra le prestazioni doveva essere valutata con riferimento al momento della conclusione del contratto definitivo essendo questo che determinava l'effettivo passaggio di proprietà⁽¹⁴⁾, e che a tal momento occorreva riferirsi per la determinazione del valore venale del bene. Confermando i precedenti già citati, riaffermava il principio per cui la consapevolezza dell'insolvenza del debitore dovesse sussistere al momento in cui il bene usciva dal patrimonio di questo, ovvero con la stipula del contratto definitivo, giacché era in questo momento che sorgeva il pregiudizio all'attivo e, dunque, alla garanzia dei creditori⁽¹⁵⁾. Viceversa, non rilevava lo stato soggettivo all'epoca dell'assunzione dell'obbligazione. A maggior ragione, la Corte sottolineava che il promissario acquirente avrebbe potuto invocare l'art. 1461 cod. civ. al fine di impedire la stipulazione del contratto definitivo, laddove fosse sussistito in concomitanza di quest'ultimo il pericolo di revoca dell'acquisto per la sopravvenuta insolvenza del promittente venditore⁽¹⁶⁾.

4. *Antitesi della revocabilità del preliminare. Anticipazione della rilevazione dei presupposti ex art. 67 legge fallim.* – Tale motivazione non pare convincente. Piuttosto, chi scrive aderisce al filone giurisprudenziale inaugurato con la sentenza n. 23016 del 9 dicembre 2004 sempre della Sezione Civile Prima – relatore Rodorf – con la quale è stato disposto, seppur con riferimento al comma 2 (ma che sotto questo profilo non differisce dal comma 1), che sono revocabili tutti gli atti onerosi, e non solo quelli implicanti l'immediato trasferimento di un bene, purché idonei ad incidere sul patrimonio del fallito e, perciò stesso, a recare pregiudizio

⁽¹⁴⁾ Cfr. PAPAGNI, *Revocatoria: i presupposti vanno accertati alla stipula del contratto definitivo e non del preliminare di vendita*, nota a Cassazione civ., sez. I, 1 settembre 2011, n. 17995, in *Diritto e Giustizia online*, 2011, pag. 372, in cui il negozio revocando viene ritenuto quello in virtù del quale si è realizzato il trasferimento della proprietà, in quanto unico atto dismissivo di un diritto a condizioni economiche inique; nessun rilievo viene attribuito ai precedenti accordi preliminari.

⁽¹⁵⁾ Concerto fatto proprio dalla Corte già con Cassazione civ., sez. I, sent., 5 marzo 2007, n. 5058: «Nell'ipotesi di revocatoria ai sensi dell'art. 67, comma 1, n. 1, legge fallim., di atto di compravendita preceduto dalla stipula di un contratto preliminare, la sproporzione tra le prestazioni deve essere valutata con riferimento al momento della conclusione del contratto definitivo, essendo questo che determina l'effettivo passaggio della proprietà, e a tal momento occorre riferirsi per la determinazione del valore venale del bene».

⁽¹⁶⁾ Soluzione ripresa direttamente dalla Cassazione civ., sez. VI, 21 ottobre 2011, n. 21927: «In tema di revocatoria fallimentare di compravendita stipulata in adempimento di contratto preliminare, l'accertamento dei relativi presupposti va compiuto con riferimento alla data del contratto definitivo, in quanto l'art. 67 legge fallim. ricollega la consapevolezza dell'insolvenza al momento in cui il bene, uscendo dal patrimonio, viene sottratto alla garanzia dei creditori, rendendo irrilevante lo stato soggettivo con cui è assunta l'obbligazione, di cui l'atto finale comporta esecuzione, salvo che ne sia provato il carattere fraudolento; inoltre, qualora nel momento fissato per la stipulazione del contratto definitivo, sussista pericolo di revoca dell'acquisto per la sopravvenuta insolvenza del promittente venditore, il promissario acquirente ha la facoltà di non addvenire alla stipulazione, invocando la tutela dell'art. 1461 cod. civ.».

dolento; inoltre, qualora nel momento fissato per la stipulazione del contratto definitivo, sussista pericolo di revoca dell'acquisto per la sopravvenuta insolvenza del promittente venditore, il promissario acquirente ha la facoltà di non addivenire alla stipulazione, invocando la tutela dell'art. 1461 cod. civ. (sez. VI-I, n. 21927/2011). D'altra parte, una volta accertata – come nella concreta fattispecie, con motivazione non ritualmente censurata – la notevole sproporzione tra le prestazioni (a fronte di un valore di euro 177.000,00 il prezzo pagato era di euro 105.000,00), l'onere della prova dell'*inscientia decoctionis* incombe sul terzo acquirente e, nella concreta

alla massa dei creditori che su quel patrimonio concorrono per soddisfare le proprie ragioni⁽¹⁷⁾.

Sfugge, inoltre, su quale presupposto possa venire affermato che la stipulazione di un contratto preliminare non importi un pregiudizio al patrimonio del debitore a fronte di una dettagliata disciplina dell'esecuzione specifica dell'obbligo di concludere il contratto (art. 2932 cod. civ.)⁽¹⁸⁾.

Un altro argomento sempre a sostegno di questa tesi viene da un'interpretazione sistematica dei tre commi dell'art. 67 legge fallim.⁽¹⁹⁾ Per definire la sproporzione di cui al comma 1 reputo sia necessario anche tener conto della nozione di «giusto prezzo» di cui al comma 3, lett. c)⁽²⁰⁾, nel senso della determinazione dello stesso a prezzo di mercato⁽²¹⁾. In altri

⁽¹⁷⁾ Questa sentenza pur non trattando la tematica in maniera diretta, esprime in *obiter dictum* un argomento molto persuadente anche con riguardo al dibattito di cui alla presente nota relativo al momento di rilevazione dei presupposti per l'esercizio dell'azione revocatoria e, nello specifico, quella del comma 1.

⁽¹⁸⁾ Sull'argomento accolgo l'impostazione sostenuta dalla Cassazione civ., sez. un., 7 luglio 2004, n. 12505, ripresa più di recente dalla Cassazione civ., sez. I, 23 giugno 2010, n. 15218, per cui quando la domanda diretta ad ottenere l'esecuzione in forma specifica dell'obbligo di concludere il contratto è stata trascritta prima della dichiarazione di fallimento, la sentenza che l'accoglie, anche se trascritta successivamente, è opponibile alla massa dei creditori ed impedisce l'apprensione del bene da parte del curatore del contraente fallito, che non può quindi avvalersi del potere di scioglimento accordatogli, in via generale, dall'art. 72 legge fallim. *Contra* v. la recentissima Cassazione civ., sez. II, 18 aprile 2014, n. 9076 in cui è affermato che l'effetto prenotativo della trascrizione vale solo per le sentenze dichiarative e non anche per quelle costitutive, come quella ex art. 2932 cod. civ.

⁽¹⁹⁾ In effetti, mentre il comma 1 viene interpretato nel senso di determinare il «giusto prezzo» al definitivo, il 2 ed il 3, lett. c) lo precisano al preliminare.

⁽²⁰⁾ Per approfondimenti, v. MOSCARINI, *Riflessioni sul tema del contratto giusto*, in *Temirrom*, 2004, pag. 16.

⁽²¹⁾ Grazie alla Cassazione civ., sez. I, 19 aprile 1995, n. 4408, in *Giur. It.*, 1996, I, pag. 648 è stato appurato che il valore a cui riferirsi è quello ritenuto di mercato al momento del perfezionamento del contratto, a detta della giurisprudenza maggioritaria «definitivo», per valutare la sussistenza della sproporzione. Tuttavia, secondo MINUTOLI, *In difesa dell'istituto revocatorio (brevi riflessioni sulle nuove revocatorie fallimentari ex D.L. 14 marzo 2005, n. 35)*, in *Dir. Fall.*, 2005, I, pag. 814 e SCHIANO DI PEPE, *La nuova revocatoria fallimentare*, in *Dir. Fall.*, 2005, pag. 798, alla predeterminazione della soglia consegue una difficile valutazione della rilevanza di discostamenti minimi: il primo, ritiene che in alcuni settori, quale quello azionario, anche sproporzioni di lieve entità possono essere rilevanti; mentre il secondo evidenzia come tale scelta suggerisca soluzioni maliziose, con leggeri scostamenti dal quarto. Ad ogni modo, essendo la valutazione del valore del bene nella prassi stabilita da consulenza tecnica d'ufficio, la scelta del metodo di stima è rimessa al libero apprezzamento del giudice, che eppure subisce un vigoroso ridimensionamento della propria discrezionalità.

V. GUIDA, *op. cit.*, pag. 826, cit., il quale sostiene che il legislatore, dovendo creare una eccezione al sistema della revocatoria, ha ritenuto necessario fissare norme precise per evitare di snaturare del tutto lo strumento della *par condicio*, stabilendo che la regola fondamentale sia incentrata su un corrispettivo della alienazione adeguato al valore del bene trasferito.

fattispecie, la Corte di merito ha evidenziato che tale prova – con riferimento al momento della stipula del definitivo – non era stata fornita dai convenuti. Il motivo è infondato anche laddove, sotto la rubrica della violazione di legge, propone in realtà anche un vizio di motivazione. Al riguardo non rileva il fatto che la Corte territoriale anziché limitarsi a rimarcare la mancata prova della *inscientia decoctionis* abbia affermato la sussistenza della *scientia decoctionis* e lo abbia fatto sulla base di circostanze che questa Corte ha ritenuto inadeguate allo scopo in altre decisioni rese all'udienza odierna, in relazione ad azioni promosse dal fallimento della s.r.l. (*Omissis*) ai sensi della legge fallim., art. 67, comma 2. Nella specie, infatti, poiché l'atto di acquisto è affetto da una anomalia (sproporzione tra le prestazioni) e l'azione revocatoria è stata promossa ai sensi della legge fallim., art. 67, comma 1, n. 2, è evidente che il convenuto può essere assolto dalla do-

termini, l'individuazione del giusto prezzo dovrebbe riferirsi alla data di stipula del contratto preliminare, non solo in ossequio al comma 3, lett. c), introdotto appositamente per alcune categorie di compravendite immobiliari, bensì anche alla luce dell'art. 10 D.Lgs. 122/2005, in ambito di immobili da costruire destinati ad uso abitativo, in cui il comma 1⁽²²⁾, al fine di escludere la revocabilità degli atti a titolo oneroso traslativi di proprietà o di altro diritto reale di godimento di immobili da costruire, individua il «giusto prezzo» alla data di stipula del preliminare⁽²³⁾.

In dottrina⁽²⁴⁾ non c'è unanimità nell'argomentare che il «giusto prezzo», almeno con

⁽²²⁾ Cfr. FORTUNATO, *La natura dell'azione revocatoria nella nuova legge fallimentare: profili generali* (art. 67, comma 1 e 2), in *Riforma della legge fallimentare (Quaderni di Giurisprudenza commerciale)*, Milano, Giuffrè, 2005, pagg. 3-10.

⁽²³⁾ La *ratio* che ha guidato il legislatore ad introdurre una previsione espressa di siffatto tenore, nettamente in contrasto alla giurisprudenza allora pronunciata, risiede certamente nel fatto che, nel settore immobiliare, sono frequenti e non sempre prevedibili le alterazioni nel mercato, così che il prezzo convenuto al preliminare si riveli sproporzionato al momento in cui si perfeziona il definitivo.

⁽²⁴⁾ Anche altri, prima dello scrivente, hanno mutato l'originaria opinione circa la determinazione del «giusto prezzo» alla data della stipula del contratto definitivo, seppur con riferimento al comma 3, lett. c). Ad ogni modo, non si rinvergono elementi ostativi per estendere detta impostazione anche al comma 1; GUIDA, *op. cit.*, pagg. 829-830, cit., di cui giova riportare un estratto: «Prima della modifica dell'art. 67 legge fallim. intervenuta ad opera dell'art. 4 del D.Lgs. 12 settembre 2007, n. 169 ed in ragione di una lettura prudente della norma che tra gli atti esenti da revocatoria non menzionava in alcun modo i contratti preliminari, si è sostenuto che il momento della stipula della compravendita apparisse quello preferibile da considerare ai fini dell'esenzione (modifico così la mia precedente opinione derivante dal diverso testo normativo ed espressa nello Studio n. 6112/I approvato il 14 dicembre 2005 dal Gruppo di studio sulla Riforma del diritto fallimentare costituito presso il Consiglio Nazionale del Notariato, *Le vendite di immobili non soggette ad azione revocatoria fallimentare* (art. 67, comma 3 lett. c), in *Notariato*, 2006, pag. 184 ss.). Alla luce del dettato normativo ante novella, in prima battuta ed in assenza di pronunce giurisprudenziali, si era ritenuto che la buona fede dell'acquirente non potesse essere presunta e, quindi tutelata, se non al momento della conclusione del contratto di acquisto quando lo stesso acquirente avrebbe avuto a disposizione tutti gli elementi necessari per verificare la congruità del prezzo con riferimento al bene. In seguito all'intervenuta modifica della lett. c) del comma 3 dell'art. 67 legge fallim., non ci si può esimere, al contrario, dal constatare che la previsione che tra gli atti esenti da revocatoria, vi siano, non solo i contratti di vendita ma anche quelli preliminari trascritti ai sensi dell'art. 2645-bis cod. civ., vada a legittimare una diversa lettura della norma. Il fatto che la modifica di cui in parola sia intervenuta successivamente al D.Lgs. n. 122 del 2005 art. 10 che, seppure in tema di immobili da costruire, pre-

manda non perché le circostanze indicate dal fallimento siano insufficienti a provare la consapevolezza dello stato di insolvenza, ma soltanto se offre la positiva dimostrazione che, nel momento in cui è stato posto in essere l'atto revocabile, sussistevano circostanze tali da fare ritenere ad una persona di ordinaria prudenza ed avvedutezza che l'imprenditore, al momento del compimento dell'atto (nella specie al momento del contratto definitivo di vendita) si trovava in una situazione di normale esercizio dell'impresa (e *plurimis* Cassazione, 6 agosto 2009, n. 17998; Cassazione, 9 maggio 2007, n. 10629). Né la situazione cambia per la considerazione che la società si trovava in stato di liquidazione. È vero che tale stato comporta la valutazione dello stato di insolvenza non più in base alla disponibilità di credito e di risorse, e quindi di liquidità, necessari per soddisfare regolarmente le obbligazioni contratte, ma in base alla sufficienza del patrimonio sociale ad

riferimento all'art. 67, comma 3, lett. c), legge fallim., debba necessariamente stabilirsi al momento di stipula del contratto definitivo per tutte le ragioni già esposte. In effetti, il momento a cui riferirsi è invero il contratto preliminare poiché, in virtù di una interpretazione evolutiva, l'art. 67, comma 3, lett. c), legge fallim., essendo stato introdotto nel 2006 – dunque – successivamente al D.Lgs. 122/2005, dovrebbe essere interpretato perlomeno in coerenza con la normativa pregressa ⁽²⁵⁾.

Ed ancora, sia il comma 3 alla lett. c) (anche in combinato disposto con l'art. 10 D.Lgs. 122/2005) sia il comma 1, ultima parte, menzionano non solo i contratti ad effetti reali, ma – talvolta espressamente, come nel comma 3; altre volte solo con il richiamo all'espressione «promesso», come al comma 1 – anche i contratti ad effetti obbligatori, quale il contratto preliminare di compravendita ⁽²⁶⁾. Il contrasto nell'evoluzione interpretativa dell'art. 67 legge fallim. è così evidente che, nell'ipotesi di contratto preliminare di compravendita di immobile da costruire trascritto a cui segue il contratto definitivo, la valutazione di proporzionalità delle prestazioni alla data del definitivo ⁽²⁷⁾ si porrebbe senz'altro in violazione della disciplina di cui all'art. 10 D.Lgs. 122/2005 ⁽²⁸⁾.

Onde evitare che una deriva prettamente formalistica dell'interpretazione del disposto di cui al comma 1, peraltro del tutto sganciata dal contesto normativo sopra visto, produca conseguenze applicative trancianti delle norme attuali con conseguenti contratture del mercato immobiliare, considero necessari alcuni ripensamenti della problematica.

5. *Conclusione.* – In definitiva, la granitica giurisprudenza stratificatasi sul comma 1 pare si ponga se non in antitesi, perlomeno a debita distanza, dall'esegesi giurisprudenziale del comma 2 e dal dettato normativo speciale in relazione al comma 3, lett. c).

vede che il giusto prezzo sia da valutarsi alla data della stipula del preliminare, non può così non indurre a modificare la nostra originaria opinione».

⁽²⁵⁾ Cfr. AA.Vv., *Commento alla riforma delle procedure fallimentari*, in *Notariato (Quaderni)*, 21, Ipsoa, 2008.

⁽²⁶⁾ Sul comma 2 la sentenza del 2004, che vede come relatore Rodorf, dissipa ogni dubbio.

⁽²⁷⁾ Soluzione, si ripete, proposta dalla Corte di Cassazione in ordine al comma 1 dagli anni '70 ad oggi.

⁽²⁸⁾ Cfr. BERTACCHINI, *Il nuovo diritto fallimentare (Commentario diretto da A. Jorio)*, tomo primo, sub art. 67, comma 3, lett. c), Bologna, Zanichelli, 2006, pag. 979 e MELI, *La revocatoria fallimentare: profili generali*, in *Riforma della legge fallimentare*, Bologna, Zanichelli, 2006, pag. 132, nella cui opinione il «giusto prezzo» si pone quale *discrimen* tra la categoria degli atti revocabili e quella degli atti esenti.

assicurare l'eguale ed integrale soddisfacimento dei creditori sociali (e *plurimis* Cassazione, 14 ottobre 2009, n. 21834). Il ricorrente, tuttavia, in questa sede neppure ha allegato di aver provato circostanze tali da far presumere il normale esercizio dell'impresa o, almeno, la sufficienza del patrimonio a soddisfare tutte le obbligazioni sociali. Il ricorso, pertanto, deve essere rigettato. Le spese del giudizio di legittimità – nella misura determinata in dispositivo – seguono la soccombenza.

P.Q.M. – La Corte rigetta il ricorso e condanna i ricorrenti in solido al pagamento delle spese del giudizio di legittimità liquidate in euro 4.200,00, di cui euro 200,00 per esborsi oltre accessori e spese forfettarie come per legge.

Credo che sia al momento di scambio delle volontà contrattuali (seppur senza effetti reali), e quindi alla data di stipula del contratto preliminare, in cui le parti convengono il prezzo del bene immobile, prevedendo anche la consegna di eventuali caparre, e ne valutano l'adeguatezza agli allora operanti parametri di mercato⁽²⁹⁾. Rappresentando il contratto definitivo mera esecuzione di obbligazioni contrattuali già sorte e determinate nel contenuto, qualsivoglia revisione al rialzo che intervenga tra la data del preliminare e del definitivo rappresenterebbe un'irragionevole evoluzione contrattuale, posta in essere al solo scopo di evitare una sicura declaratoria di inefficacia dell'atto giuridico *ex art. 67 legge fallim.*

Non può essere condivisa la giurisprudenza di legittimità in commento, seppur costantemente riaffermata nel tempo⁽³⁰⁾, con cui si statuisce che la sproporzione tra le prestazioni e l'elemento soggettivo debbano essere valutati avuto riguardo al momento della conclusione del contratto definitivo, essendo questo che determina l'effettivo passaggio di proprietà. Preferibilmente, invero, sarebbe opportuno rivisitare la problematica alla luce dell'importante pronuncia sul comma 2, nonché in ordine alle dottrine esposte che assurgono il metodo espresso all'art. 10 D.Lgs. 122/2005 a criterio generale in materia, ponendo maggiormente l'accento, non tanto sull'atto di trasferimento di un bene, quanto piuttosto sull'idoneità dello stesso ad incidere sul patrimonio del fallito e, quindi, a recare pregiudizio alla massa creditoria.

GIOVANNI NICCOLÒ ANTICHI
Dottorando di ricerca in Diritto ed Impresa
presso l'Università LUISS Guido Carli

⁽²⁹⁾ Lo stesso dicasi per l'elemento soggettivo dell'*(in)scientia decoctionis*.

⁽³⁰⁾ Finanche la Sesta Sezione, quella demandata alla verifica preliminare prevista dall'art. 376, comma 1, cod. proc. civ. della manifesta *(in)fondatezza* dei ricorsi per cassazione a mente dell'art. 375, comma 1, n. 5, cod. proc. civ., con ordinanza del 21 ottobre 2011, n. 21927, ha dovuto rifarsi alla «*giurisprudenza consolidata della Corte*» (il corsivo è testuale) per dirimere la controversia sottoposta.

GESTIONE TRANSFRONTALIERA DELLE CRISI NEL SETTORE BANCARIO (*)

di

Giovanni Niccolò Antichi (**)

SOMMARIO: I. Sull'insolvenza transfrontaliera nel settore bancario fino ad oggi intesa. – II. Sull'ambito normativo italiano. – III. Sul recente intervento normativo delle Comunità europea. – IV. Sulle consultazioni pubbliche in materia di insolvenza bancaria transfrontaliera e sulla proposta di direttiva europea. – V. Sulle nuove autorità di vigilanza nel sistema bancario europeo e sulla rinnovata flessibilità degli strumenti di intervento. – VI. Segue: Early Intervention. – VII. Segue: Resolution plan. – VIII. Segue: Orderly liquidation. – IX. Sull'implementazione della proposta di direttiva nell'ordinamento giuridico italiano e sul Fondo di Garanzia Istituzionale dei Depositanti delle Banche di Credito Cooperativo. – X. Conclusioni.

I

Sull'insolvenza transfrontaliera nel settore bancario fino ad oggi intesa

1. L'esponenziale crescita della globalizzazione degli operatori economici negli ultimi trent'anni ha fatto sì che divenisse necessario anche a livello giuridico un adeguamento degli istituti e dei meccanismi volti a garantire la certezza e la stabilità dei rapporti giuridici anche in situazioni patologiche dell'attività commerciale. Non a caso è stato espresso sempre più un maggior interesse a procedure concorsuali che potessero combinare i caratteri dell'efficienza e della celerità con quello della transnazionalità anche nel sistema bancario ⁽¹⁾.

Con il passaggio dall'economia liberale classica a quella neoclassica è stata avvertita l'esigenza di strumenti preventivi d'insolvenza e di tecniche recuperatorie dell'assetto aziendale. La ragione di questo risiede nel fatto che le scelte imprenditoriali di corporate governance e di allocazione di investimenti, che gli operatori economici adottano, sono influenzate in maniera determinante dal sistema di procedure concorsuali che un ordinamento riesce a garantire.

La visione transnazionale della gestione delle crisi richiede un alto grado di armonizzazione tra le procedure dei singoli Stati membri della *Comunità europea*

(*) Con riferimento al recente intervento normativo europeo facente parte di un più ampio progetto c.d. "Financial regulation programme of the European Commission in response to the financial crisis and to G20 commitments".

(**) Dottorando in Diritto dell'impresa presso l'Università Bocconi.

(1) D. GALLETTI, *L'insolvenza transfrontaliera nel settore bancario*, in Banca Borsa e Titoli di credito, v., n. 5 (2006), p. 546-572.

talché sono state elaborate tre diverse impostazioni di politica legislativa:

1. *Full universal insolvency*: creazione di un'unica procedura gestita dall'autorità di uno Stato membro;
2. *Territorial insolvency*: ciascuna autorità nazionale mantiene la sua autonomia e la propria sfera di competenza;
3. *Modified universal insolvency*: avvio di autonome procedure nazionali unite da un meccanismo di coordinamento.

Nell'ambito del settore bancario è stato adottato il primo metodo del *Full universal insolvency*; di conseguenza l'unica autorità di vigilanza competente all'apertura di una procedura concorsuale è quella dello Stato d'origine della banca, ossia del paese ove è stata rilasciata l'autorizzazione all'esercizio dell'attività.

Ciò risponde a due esigenze ben precise: da una parte si tende a porre tale sistema in continuità con il principio del *home country control* caratteristico del settore bancario; dall'altra si cerca di evitare che la scelta della sede della banca possa essere ispirata da considerazioni opportunistiche elidendo così radicalmente la concorrenza fra ordinamenti bancari nazionali.

2. Dunque, pur non ravvisando nel concetto di insolvenza bancaria una radicale diversità rispetto a quello di insolvenza industriale, tuttavia bisogna riconoscere che il carattere della specialità, sia sul lato sostanziale che procedurale, trova le sue ragioni nell'ontologica complessità finanziaria dell'impresa bancaria, contraddistinta dalle peculiari interrelazioni fra i propri flussi finanziari.

In ragione di quanto detto, negli anni passati, la *Comunità europea* si è munita di una disciplina, seppur non completa, in materia di procedure concorsuali sia in ambito industriale sia nel settore bancario. Gli atti normativi a cui si fa riferimento sono:

- il **Regolamento CE n. 1346/2000** relativo alle procedure di insolvenza;
- la **Direttiva 2001/17/CE** in materia di risanamento e liquidazione delle imprese di assicurazione, e
- la **Direttiva 2001/24/CE** in materia di risanamento e liquidazione degli enti creditizi.

La legislazione europea, ad oggi, non definisce una disciplina unica delle crisi d'impresa; difatti il legislatore comunitario si è limitato ad indicare le modalità ed i meccanismi di coordinamento tra le diverse giurisdizioni nazionali per consentire la prevalenza e l'operatività della procedura d'intervento nel caso concreto.

3. Ad oggi, le filiali transfrontaliere (*cross-border branches*) di un istituto di credito sono trattate come parti dello stesso, e quindi sono incluse nelle procedure di insolvenza sotto il regime applicabile dello stato membro di appartenenza (ovvero ove è stata rilasciata l'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria). Ciò significa che se una banca fallisce i depositanti della filiale transfrontaliera saranno trattati secondo le misure di risoluzione adottate dallo Stato membro di appartenenza dell'istituto di credito.

Tale soluzione, tuttavia, non prende in considerazione il pericolo di contagio a sfavore della stabilità finanziaria del sistema bancario dello Stato membro ospitante la filiale ⁽²⁾.

(2) COMMISSIONE EUROPEA, Commission staff working document impact assessment Accompanying the Communication from the Commission to European Parliament, the Council, The

Infine, la direttiva 2001/24/CE non disciplina affatto la posizione delle succursali all'estero (*cross-border subsidiaries*): queste, infatti, sono soggette al regime d'insolvenza dello Stato dove sono state costituite.

In questo senso si parlato sin ad adesso di doppio binario di intervento a seconda della qualifica giuridica dell'ente soggetto alla procedura concorsuale transnazionale.

II

Sull'ambito normativo italiano

1. Il recepimento della direttiva 2001/24/CE in materia di risanamento e liquidazione delle banche ha implicato l'introduzione della *sezione III - bis, titolo IV del Testo Unico Bancario*, comprendente gli articoli da 95-bis a 95-septies.

La nuova sezione disciplina le ipotesi di crisi di banche operanti in ambito comunitario ed il riconoscimento delle procedure di risanamento e liquidazione sulla base del principio del "*home country control*" e dell'"*universalità ed unità delle procedure di risanamento e liquidazione*"⁽³⁾.

2. In linea generale, queste norme stabiliscono che i provvedimenti e le procedure di risanamento e liquidazione di banche comunitarie siano disciplinati e producano i loro effetti, senza ulteriori formalità, nell'ordinamento italiano secondo la normativa dello stato di origine e che, reciprocamente, i provvedimenti e le procedure di amministrazione straordinaria, di gestione provvisoria, e di liquidazione coatta amministrazione di banche italiane si applichino anche negli altri stati comunitari.

Inoltre, è anche contemplata la possibilità per cui la Banca d'Italia, qualora ritenga necessaria l'applicazione in Italia di una procedura di risanamento nei confronti di una banca comunitaria, ne fa richiesta all'autorità di vigilanza dello Stato d'origine (*art. 95 bis*).

Per ciò che concerne la collaborazione tra autorità nazionali l'*art. 95 quater* del *Testo Unico Bancario* dispone che la Banca d'Italia debba informare le autorità di vigilanza degli Stati comunitari ospitanti dell'apertura delle procedure di amministrazione straordinaria, di gestione provvisoria e di liquidazione coatta amministrativa, nei confronti di banche italiane, precisando gli effetti concreti che tali procedure potrebbero riversare sulle sussidiarie estere. L'informazione deve esser data, con ogni mezzo, possibilmente prima dell'apertura della procedura ovvero subito dopo.

III

Sul recente intervento normativo delle Comunità europea

European economic and social committee, the European Court of Justice and the European central bank *An EU Framework for Cross-border Crisis Management in the Banking Sector*, Bruxelles, 2009, pag. 6.

⁽³⁾ Cfr. CAPRIGLIONE F., *L'Ordinamento finanziario italiano*, Padova, 2005, tomo II, pag. 558 e ANTONUCCI A., *Diritto delle banche*, Milano, 2006, pag. 347.

1. Ci si è chiesti per quali ragioni la *Comunità europea*, ed in generale tutta la *Comunità internazionale*, abbiano ritenuto opportuno intervenire in materia di gestione delle crisi nel settore bancario solo dopo l'avvento della crisi.

Fino a qualche anno fa era pensiero comune, spesso cristallizzato in testi di dottrina, che la materia del diritto fallimentare fosse di competenza pressoché esclusiva degli Stati membri, in quanto si riteneva che le implicazioni economiche legate ai costi di gestione delle procedure dovessero ricadere sulle autorità nazionali. Viceversa, con questa crisi finanziaria globale è stato constatato che, innanzitutto, i gruppi bancari, spesso coinvolti in momenti di tensione finanziaria, hanno operatività transnazionale; e poi che interventi singoli legati ad iniziative nazionali non possono avere un risvolto positivo in quanto frammentati e non collegati tra loro.

Questo ha fatto sì che i costi di gestione delle crisi, anziché diminuire, gonfiassero a dismisura.

La maggior parte dei giuristi e degli economisti riteneva che per garantire la stabilità finanziaria e la continuità nei servizi bancari e di pagamento gli Stati sovrani dovessero intervenire con l'erogazione di denaro pubblico al fine di evitare il fallimento dei grandi istituti di credito. Con il senno di poi, ci si è resi conto che tutto ciò ha mostrato un difetto enorme: far ricadere le perdite delle crisi bancarie ed i costi di gestione delle stesse sui contribuenti.

2. Così, grandi gruppi bancari, confidando sull'appoggio governativo in caso di dissesto finanziario, sono stati incentivati ad allargarsi e assumersi sempre più rischi nelle operazioni di *core business* (il c.d. **Moral hazard**).

Pertanto, gradualmente è stato abbandonato il concetto del "**Too Big To Fail**", secondo il quale certi gruppi bancari erano troppo grandi per fallire, per approdare al "**Too Big to Save**", vale a dire all'idea opposta⁽⁴⁾.

3. In questo contesto politico-economico la *Commissione europea* ha considerato, e lo considera tutt'ora, prioritario introdurre a livello europeo una disciplina unitaria in materia di gestione transfrontaliera delle crisi nel settore bancario al fine di consentire la risoluzione c.d. *going concern* ovvero l'ordinaria liquidazione (in caso di fallimento) di tutti i gruppi bancari in crisi finanziaria⁽⁵⁾.

Visti da una prospettiva comunitaria gli obiettivi generali dell'azione legislativa sono: mantenere la stabilità finanziaria e la fiducia nelle banche; eliminare la possibilità del contagio delle crisi; minimizzare le perdite per la società come insieme e specialmente per i contribuenti; ed infine rafforzare il mercato interno per il servizio bancario.

Principalmente gli scopi da perseguire sono due: il primo volto ad assicurare che tutte le autorità nazionali di vigilanza abbiano la capacità ed i poteri di gestione degli strumenti normativi atti all'individuazione dei problemi finanziari in fase preventiva affinché sia possibile un intervento preventivo di risanamento

(4) Cfr. STERN GARY H. e FELDMAN RON J., *Too Big To Fail: The hazards of Bank Bailouts*, Washington, D.C., 2004, STIGLITZ J. E., *Freefall: Free Markets and the Sinking of the Global Economy*, 2010 e STIGLITZ J. E., *Too Big to Fail or Too Big to Save? Examining the Systemic Threats of Large Financial Institutions*, aprile 2009.

(5) Ved. COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo, alla Corte di Giustizia delle Comunità europee e alla Banca centrale *relativa a un quadro europeo per la gestione transfrontaliera delle crisi nel settore bancario*, Bruxelles, 20 ottobre 2009, pag. 3.

dell'esposizione debitoria; il secondo ad evitare che, in situazioni di tensione finanziaria più avanzata, il crollo di banche transnazionali produca effetti turbativi nei servizi bancari essenziali oppure effetti di contagio sull'intero sistema finanziario.

4. I principi generali, su elencati, possono essere tradotti nella pratica in circostanze specifiche. In questo senso, il sottostante elenco di strumenti di politica economica tratto dal *Working Paper - European Department, Legal Department, and Monetary and Capital Markets Department, Crisis Management and Resolution for a European Banking System* dell'*International Monetary Fund (IMF)* potrebbe considerarsi base programmatica per l'approccio alle crisi bancarie future:

- **Continuity in core operations.** *Given the political and economic constraints and recent experience, simply closing down a failing cross-border systemic bank does not seem a viable option. Instead, resolution procedures should seek to continue such a bank's core activities (in particular large retail operations) as a going concern. By maintaining deposit availability, in particular, costs to the economy related to loss of deposit liquidity can be avoided.*

- **Efficiency and speed.** *In bank resolution, time is of the essence which undermines lengthy negotiations or arbitration as viable options. Moreover, for a resolution process to be cost-minimizing, it must not only be quick, but also effective in addressing the problems at their roots, so as to avoid recurrence.*

- **Flexibility.** *Exceptional measures, and much greater freedom of action than in single bank resolution cases, may be needed in the case of a systemic crisis. A generalized debt crisis, for example, may require addressing the solvency problems of the bank and its clients as a package.*

- **Moral hazard containment.** *The most insidious forms of moral hazard in banking have to do with incentive structures for managers and controlling shareholders. In case of failure, these parties can be penalized adequately by firing managers without severance payments, prosecuting them for any illegal actions, and wiping out shareholders. Uninsured and unsecured creditors can also be penalized by applying haircuts to their claims ⁽⁶⁾.*

5. In realtà, la *Comunità europea*, al fine di tamponare l'odierno scenario, dal 1 gennaio 2011 ha istituito l'*European Resolution Authority (ERA)* attribuendogli il compito di gestire le crisi transfrontaliere in coordinamento con le autorità nazionali di competenza.

Si è registrato, però, un dibattito molto intenso, in pendenza delle consultazioni pubbliche promosse dalla *Commissione europea* negli anni scorsi (come si vedrà *infra*), in ordine al fatto che gli Stati membri non sembravano avere alcuna intenzione di cedere proprie competenze nazionali alla *Comunità europea* seppur nella forma di organismo indipendente come l'*European Resolution Authority*.

La maggior parte dei soggetti interessati (tra i quali istituzioni comunitarie,

⁽⁶⁾ IMF, *Working Paper - European Department, Legal Department, and Monetary and Capital Markets Department, Crisis Management and Resolution for a European Banking System*, Prepared by Wim Fonteyne, Wouter Bossu, Luis Cortavarria-Checkley, Alessandro Giustiniani, Alessandro Gullo, Daniel Hardy, and Seán Kerr1 Authorized for distribution by Luc Everaert, Daniel Hardy, and Barend Jansen, marzo 2010, pagg. 27-29, cit..

associazioni nazionali di categoria, Stati membri, studi legali, etc...) non era a favore dell'istituzione di un'agenzia in questa fase. La resistenza a tale idea è stata particolarmente forte tra gli Stati membri, i quali hanno sostenuto il difficile coordinamento giacché sono le Autorità nazionali di vigilanza stesse che rispondono delle implicazioni fiscali con potenziali impatti sui bilanci nazionali.

6. La priorità, pertanto, dovrebbe essere quella di armonizzare gli strumenti d'intervento comuni e di favorire il coordinamento tra le autorità nazionali. Vi sono diverse posizioni a riguardo: uno Stato membro ha sostenuto che il quadro dovrebbe tener conto in realtà di un sistema integrato nel settore bancario europeo, mentre un altro ha suggerito un approccio alternativo, ovvero istituire un sistema di amministratori - *Insolvency Law Group of Experts (ILEG)* ⁽⁷⁾. Un certo numero di Stati membri, poi, ha appoggiato l'introduzione di una funzione di coordinamento dell'*European Banking Authority (EBA)* ⁽⁸⁾ durante le fasi di crisi. Invece, la *Committee of European Banking Supervisors (CEBS)* ha ritenuto che la problematica principale fosse il miglioramento dell'efficacia del protocollo d'intesa (*Memorandum of Understanding - MoU*) già esistente in materia. Di parere opposto è l'*International Monetary Fund (IMF)* che ha sostenuto l'idea di un'Autorità europea di risoluzione per superare i conflitti d'interesse e proseguire nel bene comune della *Comunità europea* ⁽⁹⁾.

IV

Sulle consultazioni pubbliche in materia di insolvenza bancaria transfrontaliera e sulla proposta di direttiva europea

1. Nell'ottobre 2009 la *Commissione europea* ha invitato tutte le istituzioni europee, gli Stati membri ed i rappresentanti delle associazioni di categoria a rispondere alla prima consultazione pubblica in materia di gestione delle crisi nel settore bancario (*Public Consultation regarding an EU framework for Cross-Border Crisis Management in the Banking Sector*) ⁽¹⁰⁾.

2. Sono stati presi in considerazione un'ampia serie di strumenti, dagli *early interventions*, ovverosia rimedi in fase di pre-crisi volti a ristabilire l'equilibrio finanziario dell'istituto di credito, ai *resolution plans*, vale a dire interventi di risoluzione atti a riorganizzare gli assetti bancari, ed, infine, agli strumenti di liquidazione ordinaria nel caso in cui siano già palesi i caratteri dell'insolvenza. La prima consultazione si è chiusa il 20 gennaio 2010.

3. Successivamente, nel gennaio 2011, è stata avviata una seconda consultazione pubblica circa la materiale applicazione delle misure di gestione delle crisi transfrontaliere nel settore bancario (*Consultation on technical details of a possible European crisis management framework*) prendendo in considerazione

⁽⁷⁾ Nel contesto del lavoro legislativo che la Comunità europea sta svolgendo in materia di gestione delle crisi transfrontaliere dei gruppi bancari, il *Direttore Generale del Mercato Interno* della *Commissione Europea* sta cercando esperti in ambito di riorganizzazione, risoluzione ed insolvenza nel settore bancario e finanziario per assistere ai lavori preparatori ed allo sviluppo del regime europeo di gestione delle crisi.

⁽⁸⁾ Organismo a livello europeo volto a regolare il sistema dei pagamenti nella Comunità europea.

⁽⁹⁾ Commissione europea, *Overview of the results of the public consultation on an EU framework for Cross-border crisis management in the banking sector*, 11 marzo 2010, pag. 7, cit..

⁽¹⁰⁾ Ved. http://ec.europa.eu/internal_market/bank/crisis_management/index_en.htm.

gli strumenti tecnici di intervento. Tale studio comparatistico ha preso vita dalle elaborazioni della consultazione precedente al fine di approdare, il 3 marzo 2011, ad una reale e definitiva proposta al Parlamento europeo ⁽¹¹⁾.

4. Come ultima fase preparatoria di *fine tuning* in ambito di *bail-in*, la Commissione europea nei mesi di marzo e aprile 2012 ha aperto una discussione circa gli strumenti di conversione del capitale di debito in capitale di rischio (*bail-in tools*) con tutti gli operatori del settore bancario che si sono trovati a rispondere ad alcune questioni ed osservazioni specificate nel "*Discussion paper on the debt write-down tool bail-in*" ⁽¹²⁾.

5. In data 6 giugno 2012 la Commissione europea ha adottato un testo provvisorio di proposta di direttiva europea ⁽¹³⁾ per la risoluzione delle crisi bancarie transfrontaliere. Il quadro normativo avanzato ⁽¹⁴⁾ propone una serie di istituti giuridici che, se implementati a livello nazionale secondo le modalità previste dalla proposta di direttiva stessa, garantiranno una corretta gestione delle crisi transfrontaliere nel settore bancario con il fine di eliminare gli effetti negativi che queste producono sulla stabilità finanziaria del mercato unico e di minimizzare i costi di gestione per i contribuenti.

V

Sulle nuove autorità di vigilanza nel sistema bancario europeo e sulla rinnovata flessibilità degli strumenti di intervento

1. Da ora in avanti, quindi, la scelta dei meccanismi d'intervento non si baserà più sulla discrezionalità dell'Autorità nazionale di vigilanza (che in Italia è la Banca d'Italia) benché graduata sulle pretese finalistiche d'intervento, ma anzi verrà effettuata con riferimento alla situazione in concreto. Voglio dire che la scelta di strumenti d'intervento non sarà più caratterizzata da una dicotomia tra *Amministrazione straordinaria* e *Liquidazione coatta amministrativa* (che rimarranno solo come palcoscenico giuridico di inquadramento normativo), ma sarà attuata sulla base della fase di avanzamento della crisi stessa in concerto con nuove autorità europee come *EBA – European Banking Authority*, *ERA – European Resolution Authority* ed *ESA – European Supervisory Authority*.

2. I momenti d'intervento in una crisi finanziaria di un gruppo bancario saranno flessibilmente suddivisi in *Early intervention*, *Resolution plan* e *Orderly liquidation*.

I primi (*Early interventions*) consistono in interventi poco invasivi nella

⁽¹¹⁾ Ved. http://ec.europa.eu/internal_market/bank/crisis_management/index_en.htm.

⁽¹²⁾ COMMISSIONE EUROPEA, *Discussion paper on the debt write-down tool bail-in*, Brussels, marzo 2012, discussione alla quale lo scrivente nel mese di maggio 2012 è intervenuto con un proprio scritto in merito alle questioni proposte dalla Commissione europea.

⁽¹³⁾ COMMISSIONE EUROPEA, Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms and amending Council Directives 77/91/EEC and 82/891/EEC, Directives 2001/24/EC, 2002/47/EC, 2004/25/EC, 2005/56/EC, 2007/36/EC and 2011/35/EC and Regulation (EU) No 1093/2010, COM(2012) 280/3, Brussels, 6 giugno 2012.

⁽¹⁴⁾ "A map out the main steps towards full economic and monetary union (including), among other things, moving towards a banking union including an integrated financial supervision and a single deposit guarantee scheme".

struttura societaria, ma che consentono in fase di pre-crisi, cioè quando l'ente creditizio non risponde più ai parametri di patrimonializzazione di Basilea 3, di effettuare operazioni di ricapitalizzazione.

I secondi (*Resolution plans*) sono invece strumenti volti a gestire situazioni di crisi, quando ancora l'indebitamento non è eccessivo, come nomina di amministratori straordinari, cessioni di attività e/o rami di azienda e prestazioni di garanzie.

In ultimo, gli Strumenti di *Orderly liquidation* finalizzati alla dismissione dell'ente bancario tramite liquidazione di tutto il patrimonio.

Le prime due categorie di interventi di sostegno sono destinate alla conservazione dell'attività bancaria garantendo continuità nei servizi di pagamento ed in quelli bancari in genere (c.d. anche "*going concern situations*"⁽¹⁵⁾), mentre l'ultima definisce le c.d. "*gone concern situations*"⁽¹⁶⁾. Solo con questo nuovo sistema si potrà giungere ad una reale, effettiva e controllata gestione delle crisi in ambito bancario con il fine di tutelare in primo luogo i contribuenti e i depositanti.

3. In Italia sono già stati utilizzati strumenti c.d. informali di gestione della crisi; questo sta a significare che molto spesso sono stati adottati piani di risoluzione ovvero meccanismi di ricapitalizzazione sulla base di nomine di commissari di fatto (il fenomeno del c.d. *precommissariamento*⁽¹⁷⁾).

Andiamo per ordine.

VI

Segue: Early Intervention

1. Come anticipato, gli *early interventions* (regolati al Titolo III, artt. 23-25, della proposta di direttiva) sono gli interventi delle autorità di vigilanza volti a ripristinare la stabilità e la solidità finanziaria di un istituto in caso di tensione finanziaria principalmente con l'attuazione di trasferimenti di attività all'interno del gruppo tra entità solvibili sulla base del principio del mutuo supporto finanziario.

Questi interventi devono essere realizzati prima che si presentino le condizioni di applicazione dei *resolution plan* e, quindi, prima anche che l'istituto sia divenuto insolvente⁽¹⁸⁾.

(15) ABI, *The ABI response to the Commission's Communication "an EU cross-border framework in the banking sector" Consultation's questions*, Roma, 20 gennaio 2010, pagg. 8-9. Nella sostanza queste situazioni sono il presupposto per l'applicazione delle misure di intervento preventivo.

(16) Le "*gone concern situations*" corrispondono ai casi in cui si procede con l'applicazione delle misure di liquidazione.

(17) Ved. CAROZZI A. M., *Strumenti e procedure di risoluzione delle crisi bancarie*, pag. 30: "Si tratta di un intervento informale delle autorità di Vigilanza, le quali ai primi segnali di crisi, di concerto con l'istituto interessato, e senza ricorrere allo strumento formale dell'amministrazione straordinaria, adottano provvedimenti di sostituzione del management, sul presupposto che il nuovo assetto gestionale ricrei le condizioni di equilibrio. Una gestione precommissariale della crisi si può rinvenire sia nella vicenda del Banco di Napoli, sia in quella del Banco di Sicilia".

(18) COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo, alla Corte di Giustizia delle Comunità europee e alla Banca centrale *relativa a un quadro europeo per la gestione transfrontaliera delle crisi nel settore bancario*, Brussels, 20 ottobre 2009, pag. 4.

2. Nella *Direttiva 2006/48/CE* ⁽¹⁹⁾ è stato proposto un quadro prudenziale per le banche nella misura in cui sono specificati una serie di poteri cui devono disporre le autorità di vigilanza per far fronte ai fallimenti di enti creditizi. Tuttavia, l'odierno quadro normativo non è sufficiente a garantire un adeguato controllo preventivo degli istituti di credito. Infatti, sulla scia delle consultazioni pubbliche sono state proposte modifiche dei requisiti patrimoniali e del ruolo delle autorità di vigilanza nel controllo preventivo ⁽²⁰⁾.

3. Nell'arco degli anni, ciò nonostante, gli Stati membri hanno sviluppato sistemi in grado di fornire informazioni tempestive sullo stato di salute delle banche e, conseguentemente, di suggerire le azioni più appropriate: i c.d. *Sistemi di controllo preventivo*. Il monitoraggio della solidità delle banche, quindi, si risolve in due diversi tipi di controllo:

- controllo di tipo *cartolare*: consiste nella richiesta alle banche di segnalazioni periodiche contenenti le informazioni necessarie per valutare il rispetto dei *ratios patrimoniali* imposti ai fini prudenziali;
- controllo di tipo *ispettivo*: è volto a verificare periodicamente l'attendibilità delle informazioni oggetto di comunicazione nelle segnalazioni di vigilanza.

4. Anche in Italia sono stati adottati sistemi di questo genere: la Banca d'Italia, infatti, si è dotata di un meccanismo denominato *PAT.R.O.L.* allo scopo di procurarsi informazioni aggiuntive rispetto a quelle che per legge assume tramite le segnalazioni di vigilanza.

5. Un altro tentativo in questo senso è stata l'istituzione del *Fondo interbancario di tutela dei depositi* che, però, mostra difetti di non poca rilevanza; precisamente soffre delle stesse carenze del controllo proprio della Banca d'Italia al punto che si limita ad inviare procedure sanzionatorie interne alle banche di dubbia efficacia.

VII

Segue: Resolution plan

1. I *resolution plans* (regolati al Titolo IV, artt. 26-29, della proposta di direttiva) sono misure adottate dalle autorità nazionali di vigilanza al fine di contenere l'espansione degli effetti negativi della crisi di un gruppo bancario nella stabilità finanziaria del mercato bancario stesso e, se del caso, di facilitare la corretta liquidazione dell'intero gruppo o di sue parti. Queste misure sono attuate al di fuori dell'attività di vigilanza bancaria e possono essere disposte da autorità diverse dalle autorità di vigilanza, senza tuttavia precludere in nessun modo un coinvolgimento di queste ultime ⁽²¹⁾.

⁽¹⁹⁾ La direttiva sui requisiti patrimoniali (CRD) introduce un quadro di vigilanza della UE che riflette l'accordo Basilea II, ovverosia norme in materia di misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali.

⁽²⁰⁾ Ved. anche la proposta della "*Capital Requirement Directive 2*" in riferimento alla Direttiva 2006/48/CE: eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52008PC0602:EN:NOT.

⁽²¹⁾ COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo, alla Corte di Giustizia delle Comunità europee e alla Banca centrale *relativa a un quadro europeo per la gestione transfrontaliera delle crisi nel settore bancario*, Bruxelles, 20 ottobre 2009, pag. 4, cit..

Quasi la totalità degli Stati membri si è mostrata disponibile all'idea di introdurre a livello europeo procedure "amichevoli" di risoluzione della crisi. Rispetto a ciò, tuttavia, sono sorte questioni non di poco conto: prima di tutto la *Banca Centrale Europea* ha sottolineato come tale soluzione contrasti con il principio generale della libertà nel mercato interno ⁽²²⁾; per di più, come evidenziato dai rappresentanti delle associazioni di categoria, è estremamente importante evitare che le notizie in relazione alle procedure di risoluzione intraprese dalle banche non siano diffuse nel mercato altrimenti si potrebbe avere un'influenza dello stesso ottenendo così l'effetto contrario rispetto alla stabilità del sistema bancario ⁽²³⁾.

2. Ogni intervento che vada a ledere gli interessi e i diritti degli azionisti e dei creditori deve essere commisurato alla gravità dei problemi dell'ente creditizio e giustificato da legittime considerazioni di pubblico interesse. Un corretto provvedimento d'intervento di risoluzione prevede che l'autorità nazionale di vigilanza intervenga prima che la banca sia insolvente a termini di bilancio, ossia prima che abbia raggiunto la soglia che fa scattare le procedure ordinarie d'insolvenza. Siffatto risultato potrebbe essere raggiunto, da una parte, attraverso la fissazione di valori soglia regolamentari, dall'altra con considerazioni d'interesse pubblico più generali. In concreto le soglie d'intervento adottate dalla maggior parte degli Stati membri sono ⁽²⁴⁾:

- "illiquidity threshold": caso in cui il soggetto debitore sia incapace di adempiere alle obbligazioni da lui assunte;
- "balance sheet threshold": caso in cui il bilancio dell'azienda mostri un valore negativo netto.

3. Le competenze in materia sono lasciate alle autorità nazionali le quali inevitabilmente utilizzano procedure e strumenti di risoluzione differenti. Questo, ovviamente, risulta essere un problema in caso di gruppi bancari transnazionali in quanto ogni singola controllata sarà sottoposta alla procedura dello stato di appartenenza, mentre le semplici filiali saranno assoggettate alla procedura della capogruppo.

Ci sono Stati membri come l'Inghilterra che prevedono la costituzione di una banca speciale al fine della riorganizzazione di una banca in crisi, oppure casi come l'Italia in cui l'autorità nazionale ha il potere di nominare un amministratore speciale, ovvero come la Germania in cui è intrapresa una procedura d'insolvenza giudiziale ⁽²⁵⁾.

⁽²²⁾ COMMISSIONE EUROPEA, *Overview of the results of the public consultation on an EU framework for Cross-border crisis management in the banking sector*, Bruxelles, 11 marzo 2010, pag. 3.

⁽²³⁾ Ved. BBA, *BBA response to commission staff working document on EU CROSS BORDER CRISIS MANAGEMENT FRAMEWORK*, 2 febbraio 2010, paragrafo 11.

⁽²⁴⁾ COMMISSIONE EUROPEA, *Commission staff working document impact assessment Accompanying the Communication from the Commission to European Parliament, the Council, The European economic and social committee, the European Court of Justice and the European central bank An EU Framework for Cross-border Crisis Management in the Banking Sector*, Bruxelles, 2009, pag. 33.

⁽²⁵⁾ In questo senso COMMISSIONE EUROPEA, *Commission staff working document impact assessment Accompanying the Communication from the Commission to European Parliament, the Council, The European economic and social committee, the European Court of Justice and the European central bank on an EU Framework for Cross-border Crisis Management in the Banking Sector*, Bruxelles, 2009, pag. 47.

4. Al momento è normativamente presente una vasta gamma di poteri esercitabili per la risoluzione dell'ente creditizio ai sensi degli articoli 56 e ss.:

- *potere di organizzare l'acquisizione da parte di acquirenti del settore privato;*
- *potere di trasferire beni e responsabilità in una banca ponte;*
- *potere di trasferire parzialmente i beni costituendo una "bad bank" ⁽²⁶⁾ e una "good bank";*
- *potere di assistere le vendite di parte dell'impresa bancaria ad acquirenti del settore privato;*
- *potere di nazionalizzare le banche in crisi.*

All'interno di queste grandi categorie esistono ulteriori differenze in base alle scelte adottate dai singoli Stati membri: come primo passo devono scegliere se applicare il diritto fallimentare delle società oppure optare per un regime speciale per le banche²⁷; la valutazione è importante nella misura in cui a seconda del regime di risoluzione assunto si influenza il risultato e gli obiettivi predisposti: *"Bank specific regimes generally seek to achieve broader social objectives including the preservation of financial stability, continuity of key banking services, protection of insured depositors and the minimisation of costs to the public; In the case of corporate insolvency law, by contrast, objectives pursued are aimed at achieving fair and predictable treatment of creditors and maximisation of asset value in the interest of creditors"* ⁽²⁸⁾; successivamente, devono esprimere una preferenza in ordine alle modalità di procedura: intraprendere un procedimento giudiziale, ovvero far condurre la gestione da un'autorità amministrativa: *"General corporate insolvency proceedings are invariably initiated and overseen by the courts and carried out by court-appointed officials". E "bank-specific regimes can on the other hand be either court based or administrative. In certain cases the administration is conducted by administrative authorities, although this may be subject to judicial oversight, and the liquidation proceedings remain under the control of the judicial authorities"* ⁽²⁹⁾.

5. Un singolare istituto, in questo senso, è il c.d. *credito di ultima istanza (CUI)*, cioè il rifinanziamento erogato dalla *European Central Bank (ECB)* al sistema bancario. Questo strumento, che è già nelle disponibilità delle autorità creditizie, ha come obiettivo di normalizzare la liquidità del sistema, al fine di

⁽²⁶⁾ Cfr. VISENTINI G., *Le crisi bancarie in Italia: un approccio interdisciplinare, Incontro di studio*, Roma, 9 dicembre 1998, pagg. 1-10, nota 6: "Gli strumenti di intervento non disposti formalmente sono: (...) *Intervento della Banca Centrale come prestatore di ultima istanza (...)* Costituzione di una bad bank. Si considera ancora, a titolo esemplificativo, la vicenda del Banco di Napoli. Si è ripulito il bilancio del Banco spostando i crediti incagliati in una controllata (Società di gestione degli attivi-Sga) che, grazie ad una deroga di Banca d'Italia, non sarà consolidata nel bilancio dell'Istituto Partenopeo, in attesa che la crisi venga ripianata. La bad bank ha al suo attivo i crediti in sofferenza e al passivo il finanziamento che per pari importi il Banco le ha erogato con la finalità dell'acquisto dei crediti. Le perdite generate dalla società rifluiscono nel Banco, dove saranno neutralizzate dal differenziale che in Banco stesso lucrerà tra l'interesse passivo dell'1% per anticipazioni sovvenute da Banca d'Italia e gli interessi attivi ottenuti con l'utilizzo delle anticipazioni stesse (meccanismo del Decreto Sindona).

⁽²⁷⁾ Ved. IMF, *Overview of the Legal, Institutional, and Regulatory Frameworks for bank Insolvency*, 2009.

⁽²⁸⁾ COMMISSIONE EUROPEA, Commission staff working document impact assessment Accompanying the Communication from the Commission to European Parliament, the Council, The European economic and social committee, the European Court of Justice and the European central bank *An EU Framework for Cross-border Crisis Management in the Banking Sector*, Bruxelles, 2009, pagg. 25-26.

⁽²⁹⁾ Op. cit.

stabilizzare i volumi dei crediti erogati e dei mezzi di pagamento in circolazione e i relativi tassi d'interesse, e di svolgere una funzione di garanzia della stabilità del sistema bancario ⁽³⁰⁾.

6. Per cui, una volta varcate le soglie di intervento l'autorità nazionale competente, oltre a disporre dei poteri di risoluzione suindicati, potrà anche in concreto dare attuazione ai seguenti strumenti di risoluzione a norma dell'articolo 31 della proposta di direttiva:

(a) *Strumento di vendita delle attività* (articoli 32 e 33): Questo strumento consente alle autorità di risoluzione di effettuare la vendita di un istituto di credito, ovvero una parte di attività o passività, ad uno o più acquirenti a condizioni di mercato senza che sia richiesto il consenso degli azionisti. Tale processo di vendita deve essere aperto a tutti gli operatori del mercato, trasparente, e non discriminatorio così da evitare ogni possibile conflitto d'interesse. Inoltre, l'organo di vigilanza deve nei termini previsti dalla legge e senza ritardare l'operazione di vendita porre in essere tutti i meccanismi di controllo previsti dall'articolo 19 della direttiva 48/2006/EC.

(b) *Banca ponte* (articoli 34 e 35) ⁽³¹⁾: Questo istituto permette alle autorità di risoluzione di trasferire tutte o parte delle attività di un istituto di credito ad una banca ponte. Lo scopo è quello di ristrutturare l'organizzazione societaria rafforzandone la robustezza senza pregiudizio del mercato. Vi è un limite quantitativo per cui il valore totale delle passività trasferite alla banca ponte non può eccedere il valore totale delle attività trasferite da altre fonti ⁽³²⁾. Inoltre, la banca ponte deve essere costituita secondo le disposizioni della direttiva CRD, ovvero della direttiva 2004/39/EC, se assume la forma di società ponte d'investimento (*bridge investment firm*), e deve essere autorizzata dalle autorità nazionali. In ossequio ad alcuni principi comunitari – come la libertà di circolazione dei servizi e la libertà di stabilimento - la banca ponte deve essere considerata come una continuazione dell'istituto di credito soggetto a misure d'intervento. Quanto ai termini di durata è disposto che il periodo ordinario di operatività sia di un anno; tuttavia le autorità di risoluzione possono, in circostanze particolari, ammettere una proroga di massimo due semestri. Se al termine di detto periodo la banca ponte non è stata interamente venduta è preferibile che venga messa in liquidazione. La banca ponte è completamente indipendente dagli azionisti e dai creditori dell'istituto principale in quanto questi non hanno alcun diritto sulle proprietà ed attività se non quello di ripetizione dell'eventuale eccedenza che residua in seguito alla liquidazione.

(c) *Strumento di separazione delle attività* (articolo 36): Lo scopo di questo strumento è quello di consentire alle autorità di risoluzione di trasferire certe attività dell'istituto di credito ad un organismo pubblico di gestione delle attività al fine di

⁽³⁰⁾ RUOZI R., *Economia e gestione della banca*, 2006, EGEA, Milano, pagg. 352 e 357, cit..

⁽³¹⁾ *Working document technical details of a possible EU framework for bank recovery and resolution* a pag. 53: "bridge bank should mean a company or other legal person which is wholly owned by one or more public authorities (which may include the resolution authority). It is suggested that the resolution authorities would specify the contents of the constitutional documents of the bridge bank".

⁽³²⁾ DG INTERNAL MARKET AND SERVICES, *Working document technical details of a possible EU framework for bank recovery and resolution*, gennaio 2011, pag. 53, cit.. In concreto le misure esecutive sono le seguenti: (I) *transfer rights, assets or liabilities from the affected credit institution to the bridge bank on more than one occasion; and (II) transfer rights, assets or liabilities back from the bridge bank to the affected credit institution if this is necessary in view of the resolution objectives.*

facilitare un efficace utilizzo degli altri strumenti di risoluzione. Il compito principale è quello di identificare le attività soggette ad un alto livello di rischio tale da influenzare l'equilibrio finanziario dell'istituto di credito, e successivamente trasferire le stesse all'organismo pubblico suddetto. Quindi, in accordo con le autorità di risoluzione, procedere ad un'eventuale vendita al loro valore di mercato eliminando conflitti d'interesse. Come per la banca ponte, gli azionisti ed i creditori non hanno alcun diritto sulle attività trasferite. Infine, per minimizzare eventuali effetti distorsivi del mercato è previsto che i trasferimenti siano soggetti a clausole di salvaguardia per i trasferimenti parziali di proprietà.

(d) *Strumento di conversione del debito* (articoli dal 37 al 50): Questo nuovo istituto fa fronte alle situazioni in cui *LCFIs* (*large, complex financial institutions*) sono troppo grandi e complesse per poter applicare le misure d'intervento previste in generale per i gruppi bancari senza mettere a rischio la stabilità finanziaria del sistema e riducendo il più possibile il contagio ⁽³³⁾. In quest'ottica sono state previste misure organizzative preventive e preparatorie affinché la risoluzione di una crisi di queste dimensioni possa essere svolta il più possibile nell'interesse pubblico. Sulla base di quest'analisi sono stati presi in considerazione alcuni meccanismi come le operazioni di riduzione del valore contabile di uno o più beni iscritti a bilancio, in quanto sopravvalutato rispetto al valore di mercato, o l'attività di conversione di strumenti di debito in strumenti di rischio al fine di ristrutturare la posizione del capitale e permettere all'istituto di continuare ad erogare servizi bancari di base. L'obiettivo della *Commissione europea* è quello di garantire la possibilità di gestione di situazioni "going concern" come è stato anche illustrato nel *Basel Committee consultation paper* dell'agosto 2010. Per garantire maggiore flessibilità nell'esercizio di "write down powers" (la cui disciplina è prevista agli articoli 51 e ss. della proposta di direttiva europea) sono stati elaborati due diversi modelli: il primo volto a mostrare alle categorie di creditori il rischio reale di fallimento dell'istituto ed il secondo finalizzato ad identificare gli strumenti di risoluzione della crisi ⁽³⁴⁾.

⁽³³⁾ Nello specifico il *Working document technical details of a possible EU framework for bank recovery and resolution* a pag. 86 ammette che: "Such a tool would be designed for cases where the application of the standard resolution tools (such as transfer of business to a private sector entity or bridge bank, or a 'good bank / bad bank' split) is not an option because of the nature of the failing institution or its business or where, in the opinion of the resolution authorities, other tools would not be sufficient to achieve the resolution objectives. In practice, such a tool might be most useful in the case of systemically important institutions which are considered to be 'too big to fail', or in a generalised situation of stress where there is unlikely to be a large pool of potential third party purchasers. Additionally, creating a bridge bank or effecting a 'good bank, bad bank' split may not be possible in the time available given the size and complexity of a particular institution's asset or trading book or the interconnectedness within the same group or externally. Such a tool may also help to provide time for coordination and consultation in the event there are significant cross border activities which need to be dealt with by third country resolution authorities".

⁽³⁴⁾ Il *Working document technical details of a possible EU framework for bank recovery and resolution* a pag. 87 asserisce, relativamente al **Comprehensive approach**, che "In addition to the power to write off equity and write down or convert subordinated debt that is outlined above, resolution authorities could be given a statutory power, exercisable in conjunction with the core power when an institution meets the trigger conditions for entry into resolution, to write down by a discretionary amount²³ or convert to an equity claim, all senior debt deemed necessary to ensure the credit institution is returned to solvency. Such a power would only apply to new debt issued (or existing debt contracts renewed or rolled over) after entry into force of the power. It would be exercisable in principle in relation to all senior debt, and resolution authorities would have a discretion as to which classes of debt would be written down or converted in a particular case, the extent of the 'haircut' and, where relevant the rate of conversion. The exercise of that discretion might take into account, among other things the systemic risks of writing down certain creditors". Mentre in riferimento al **Targeted approach** "An alternative to a comprehensive approach would be for resolution authorities to require credit institutions to issue a fixed volume of 'bail-in able' debt which, in addition to the power to write off all equity, and either write off existing subordinated debt or convert it into an equity claim, could written down or converted into equity on a statutory

7. In ultimo non si può scordare che nel contesto di istituti bancari quotati in borsa è fondamentale disporre di un quadro normativo solido a tutela di diritti degli azionisti al fine di assicurare una buona gestione della governance societaria. In questo senso è imprescindibile, anche in momenti di tensione finanziaria, l'esercizio da parte degli azionisti di alcuni diritti quali: il diritto di approvazione assembleare per aumento/diminuzione del capitale⁽³⁵⁾; il diritto di approvazione assembleare per fusioni o scissioni⁽³⁶⁾; ed infine, il diritto di opzione sugli strumenti finanziari emessi.

Indiscutibilmente tali diritti non costituiscono di norma ostacolo all'approvazione di misure di risanamento giacché, una volta approvate dall'organo assembleare, gli azionisti si assumono il rischio delle stesse. Il problema allora sorge allorquando, date esigenze di urgenza e celerità, l'autorità di vigilanza interviene senza previa approvazione assembleare delle misure da parte degli azionisti al fine di evitare che la crisi finanziaria raggiunga lo stato finale di insolvenza. E' pertanto auspicabile che la futura normativa regoli questa tematica: la maggior parte degli Stati membri è concorde nel prevedere casi eccezionali e di emergenza in cui è legittima la limitazione i diritti degli azionisti affinché possa essere tutelata la stabilità finanziaria del mercato³⁷. Appare esserci anche un notevole consenso in ordine all'intenzione di evitare comportamenti abusivi e fraudolenti degli azionisti nell'utilizzo di aiuti statali.

8. In conclusione, è assai importante tenere presente l'equilibrio che si viene a creare tra gli interessi pubblici in generale e i diritti degli azionisti nello specifico anche in virtù della *Convenzione europea dei diritti dell'uomo*⁽³⁸⁾.

Nell'adozione di misure di risoluzione, oltre agli azionisti, devono essere presi in considerazione anche i creditori e in genere tutti gli altri *stakeholders*. Per questo è necessario che la normativa a livello europeo contempra garanzie adeguate per proteggere anche tali interessi. Si potrebbe pensare, ad esempio, a *sistemi di indennizzo* che garantiscano tutti quei creditori e *stakeholders* che risultano in una situazione economicamente peggiore rispetto a quella in cui si sarebbero trovati se la banca fosse stata liquidata (applicando la normativa vigente in materia di insolvenza).

VIII

Segue: Orderly liquidation

1. In accordo con la disciplina vigente - *Direttiva 2001/24/CE in materia di*

trigger. Such debt would need to include a contractual term which would specify that the relevant resolution authority could use a statutory power to write down the debt when the institution meets the trigger conditions for entry into resolution. The amount of the write down or conversion rate could be either specified in the instrument, or it could be left to the discretion of the resolution authorities (subject to the principle that the affected debt holder should be 'no worse off than in liquidation')".

⁽³⁵⁾ Articolo 58 Second Council Directive 77/91/EEC.

⁽³⁶⁾ Articolo 54 Third Council Directive 78/855/EEC e Directive 2005/56/CE.

⁽³⁷⁾ COMMISSIONE EUROPEA, *Overview of the results of the public consultation on an EU framework for Cross-border crisis management in the banking sector*, Bruxelles, 11 marzo 2010, pag. 6.

⁽³⁸⁾ Articolo 1, *Convezione europea dei diritti dell'uomo - protocollo I - Protezione della proprietà*: "Ogni persona fisica o giuridica ha diritto al rispetto dei suoi beni. Nessuno può essere privato della sua proprietà se non per causa di pubblica utilità e nelle condizioni previste dalla legge e dai principi generali del diritto internazionale. Le disposizioni precedenti non portano pregiudizio al diritto degli Stati di porre in vigore le leggi da essi ritenute necessarie per disciplinare l'uso dei beni in modo conforme all'interesse generale o per assicurare il pagamento delle imposte o di altri contributi o delle ammende".

risanamento e liquidazione degli enti creditizi integrata nella disciplina nazionale e Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia – tutte le liquidazioni intraprese nell’ambito di una *orderly liquidation* devono rispondere alla normativa nazionale ed, eventualmente, ad accordi che siano stati presi tra autorità nazionali di vigilanza in materia d’insolvenza bancaria. Ancora oggi, tuttavia, tale collaborazione tra autorità risulta imperfetta e poco efficace, incapace quindi di far fronte a situazioni di procedure di liquidazione complesse come quelle sorte dal 2008 ad oggi ⁽³⁹⁾.

Nello specifico, il testo della proposta di direttiva non prevede alcuna sezione specifica dedicata agli strumenti di liquidazione ordinaria pertanto si deve fare riferimento ai testi legislativi summenzionati che vietano l’applicazione di misure di insolvenza separate a succursali nell’ambito della legislazione dello Stato ospitante. La *Direttiva 2001/24/CE* garantisce, come già detto, il riconoscimento reciproco ed il coordinamento delle procedure sotto il controllo del Paese di origine imponendo un approccio per singole entità attraverso il quale tutte le attività e passività della banca madre e delle sue filiali estere vengono risanate o liquidate in quanto facenti parte di un unico soggetto giuridico nel quadro della legislazione dello Stato di origine. Tuttavia, non è previsto né l’istituto del consolidamento delle procedure di insolvenza per soggetti giuridici separati (quali succursali estere) all’interno di un medesimo gruppo bancario né l’armonizzazione delle legislazioni nazionali in materia di insolvenza ⁽⁴⁰⁾.

2. Le possibili opzioni per migliorare il quadro legislativo odierno sono svariate: si potrebbe realizzare un sistema obbligatorio di collaborazione e scambio d’informazioni ⁽⁴¹⁾ tra autorità amministrative e giudiziarie dei vari stati membri, ma non solo si potrebbe introdurre il concetto di “*amministrazione capofila*” ⁽⁴²⁾

⁽³⁹⁾ COMMISSIONE EUROPEA, Commission staff working document impact assessment Accompanying the Communication from the Commission to European Parliament, the Council, The European economic and social committee, the European Court of Justice and the European central bank *relativa a un quadro europeo per la gestione transfrontaliera delle crisi nel settore bancario*, Bruxelles, 20 ottobre 2009, pag. 4, cit..

⁽⁴⁰⁾ COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo, alla Corte di Giustizia delle Comunità europee e alla Banca centrale *relativa a un quadro europeo per la gestione transfrontaliera delle crisi nel settore bancario*, Bruxelles, 20 ottobre 2009, pag. 17, nota 27.

⁽⁴¹⁾ COMMISSIONE EUROPEA, Commission staff working document impact assessment Accompanying the Communication from the Commission to European Parliament, the Council, The European economic and social committee, the European Court of Justice and the European central bank *An EU Framework for Cross-border Crisis Management in the Banking Sector*, Bruxelles, 2009, pag. 48, paragrafo 144: “*The first – a framework for cooperation and exchange of information – would entail EU rules requiring courts and insolvency officials to exchange information in respect of the different group entities under resolution. However, the insolvency of the individual group entities would continue to be conducted in accordance with the applicable national insolvency regime. Going further, a new EU instrument might also provide a framework for coordinated stabilisation or reorganisation plans and, in the context of reorganisation or liquidation, facilitate the coordination of the use and disposition of assets, use of avoidance powers and distributions to creditors. Such measures might address some of the problems experienced in the liquidation of affiliated entities where there has been significant co-mingling of assets*”.

⁽⁴²⁾ COMMISSIONE EUROPEA, Commission staff working document impact assessment Accompanying the Communication from the Commission to European Parliament, the Council, The European economic and social committee, the European Court of Justice and the European central bank *An EU Framework for Cross-border Crisis Management in the Banking Sector*, Brussels, 2009, pag.48, paragrafo 145: “*The second approach would facilitate a more directed coordination of national proceedings in relation to group entities by a 'lead' administrator or liquidator. EU rules would determine the identity of that lead practitioner in a way that was consistent with the principal focus of its business activities. . Such rules might also include procedures for the adoption of a coordinated stabilisation or reorganisation plan and for decision-taking in accordance with agreed objectives.*

(ovvero un'autorità nazionale che coordini tutte le altre procedure di insolvenza intraprese negli altri Stati membri).

IX

Sull'implementazione della proposta di direttiva nell'ordinamento giuridico italiano e sul Fondo di Garanzia Istituzionale dei Depositanti delle Banche di Credito Cooperativo

1. Orbene, alla luce di quanto esposto non sono poche le problematiche connesse all'attuazione del nuovo quadro normativo europeo nell'ordinamento italiano.

2. In primo luogo, non tutte le unità facenti parte di un gruppo bancario transfrontaliero hanno gli stessi interessi. Basti pensare che vi possono essere situazioni in cui le società controllate hanno un profilo finanziario ed economico forte mentre la capogruppo versa in difficoltà, oppure viceversa. In questi casi dal punto di vista economico sarebbe giustificato un intervento di risoluzione unico poiché il gruppo bancario, pur essendo composto da unità tra loro giuridicamente autonome, risponde, comunque sia, ad un unico progetto imprenditoriale. Quindi si dovranno necessariamente aprire tante procedure di risoluzione o liquidazione nei singoli Stati membri di appartenenza quante sono le succursali estere del gruppo.

E' essenziale un intervento legislativo a livello europeo al fine di identificare una disciplina integrata ed unitaria per le filiali e le *subsidiaries*, risolvendo così le questioni nascenti in tema di pluralità e unicità di masse attive e passive (nel senso che laddove si consideri il gruppo di banche un'unità giuridica allora avremmo una massa passiva ed una massa attiva, viceversa se pensassimo il gruppo quale pluralità di persone giuridiche avremmo tanto masse attive e passive quante sono le entità giuridiche).

In questo senso vanno interpretate le recenti pronunce di merito del Tribunale di Roma dello scorso 7 marzo e del Tribunale di Prato del 5 agosto 2011 seppur non in materia bancaria.

3. In secondo luogo, la *Commissione europea* è intenzionata a progettare strumenti e misure d'intervento differenziati tali da assecondare le esigenze di tutto il panorama bancario nazionale.

4. In conseguenza di un'attenta analisi giuridica dell'ordinamento economico italiano, è corretto ammettere che questo sia caratterizzato da una forte bancocentricità, tuttavia molto eterogenea: vi sono, infatti, grandi gruppi bancari, come ad esempio Unicredit Banca, ma anche banche locale che molto spesso assumono la forma di Banca di Credito Cooperativo.

Le misure che saranno contenute nella proposta di direttiva dovranno trovare applicazione anche in queste realtà bancarie decisamente diverse dal concetto di banca genericamente inteso. Alla base di una Banca di Credito Cooperativo, infatti, vi sono valori e principi di stampo mutualistico e solidaristico che viceversa non si ritrovano in altre dimensioni bancarie. Questi sono istituti di credito molto vicini al territorio ed ai singoli soci cooperatori.

More radically, this approach could provide for the nomination of the same insolvency administrator to all the group members concerned. Those proceedings would be conducted in accordance with the applicable national insolvency regime".

Ciò detto, sarà imprescindibile valutare due aspetti: da una parte l'impatto che eventuali misure d'intervento genereranno sulla stabilità finanziaria di queste realtà cooperative; e dall'altra il sistema di funzionamento delle misure d'intervento all'interno dell'istituto di credito tenendo conto delle principali diversità che intercorre tra le banche che hanno forma di società di capitali e le Banche di Credito Cooperativo (basti pensare al diritto di voto dei soci che nel primo caso è pro quota, mentre nel secondo è un voto capitaro).

5. Le Banche di Credito Cooperativo (BCC), già da anni, stanno sostenendo un *Fondo di Garanzia Istituzionale dei Depositanti (FGI)* ⁽⁴³⁾ con la funzione di coprire quasi per intero le passività della Banche di Credito Cooperativo associata.

Un elemento determinante è l'azione attiva di prevenzione che viene riconosciuta al *Fondo di Garanzia Istituzionale dei Depositanti*. Il riconoscimento dei sistemi di tutela istituzionale dovrebbe obbligare le autorità di vigilanza a tenere conto preliminarmente degli accordi di assistenza mutualistica prima di applicare le misure previste dal framework europeo alle singole banche appartenenti ai sistemi di tutela istituzionale. Appare, ulteriormente, necessario fornire adeguati incentivi alla costituzione di tali sistemi, per esempio concedendo vantaggi in termini di requisiti patrimoniali e di liquidità alle Banche di Credito Cooperativo aderenti, in linea con quanto succede in alcuni Stati membri.

Lo Statuto ed il Regolamento del *Fondo di Garanzia Istituzionale dei Depositanti* prevedono, infatti, meccanismi di interventi di sostegno alle banche federate meno legati a schemi formali e molto più improntati alla garanzia di *going concern situations*.

Così gli artt. 34 e 35 dello Statuto dispongono gli interventi di sostegno rispettivamente in ambito di amministrazione straordinaria, laddove fosse già stata adottata, ovvero in assenza di procedure. In entrambe i casi gli strumenti attuativi sono i seguenti: meccanismi di finanziamento e ricapitalizzazione, prestazione di garanzie e cessione di attività o di rami di azienda.

Inoltre, l'art. 2 "*Piano di risanamento aziendale*" del Regolamento di attuazione concernente finanziamenti, prestazioni di garanzie e accordi di collaborazione (in attuazione degli artt. 34 e 35 dello Statuto) approfondisce ammettendo come, in contropartita di tali misure adottate dal *Fondo Istituzionale di Garanzia dei Depositanti* in favore di una Banca di Credito Cooperativo federata, lo stesso Fondo possa richiedere la nomina di uno o più membri degli organi sociali della Banca di Credito Cooperativo federata soggetta ad intervento con il fine di gestire la crisi dall'interno della sua governance societaria e riammettere la stessa nel mercato finanziario.

In ultimo, il Regolamento all'art. 6 "*Contribuzione delle banche locali*" identifica il metodo di finanziamento del *Fondo Istituzionale di Garanzia dei Depositanti* secondo un meccanismo *ex ante* per cui ogni Banca di Credito Cooperativo federata annualmente deve al Fondo medesimo una somma accantonata rispetto alle aliquote contributive alla stessa applicate a fini fiscali.

6. Per concludere, quindi, è legittimo nella presente sede affermare che in questi ultimi mesi la *Commissione europea* è alla ricerca ed al perfezionamento di strumenti di sostegno al sistema bancario similari a quelli che le Banche di Credito

⁽⁴³⁾ Ved. FEDERAZIONE ITALIANA DELLE BANCHE DI CRDITO COOPERATIVO E CASSE RURALI ED ARTIGIANALI, *Technical details of a possible EU framework for bank recovery and resolution*, Roma, 2 marzo 2011.

Cooperativo già da anni attuano seppur a livello nazionale.

X

Conclusioni

1. La crisi finanziaria ha dimostrato, dunque, la necessità di irrobustire l'apparato normativo in materia di gestione delle crisi nel settore bancario sia a livello nazionale sia a livello transnazionale.

Nell'assenza di meccanismi volti ad organizzare liquidazioni ordinarie di istituti di credito in crisi, la *Comunità europea* ha dovuto scegliere la via d'intervento meno destabilizzante per il sistema finanziario europeo. In questo senso sono stati giustificati gli interventi statali di supporto alle banche per un ammontare del 13% del PIL. Come prevedibile, quindi, i costi di gestione delle crisi bancarie sono ricaduti sui contribuenti.

2. Il nuovo quadro normativo in fase di elaborazione da parte della *Commissione europea* ha come finalità di garantire un maggior livello di patrimonializzazione delle banche, ulteriori tutele per i depositanti, e più efficienti sistemi di supervisione ed intervento preventivo.

L'aspetto più rilevante consiste nella realizzazione di strumenti d'intervento preventivo, come ad esempio misure preparatorie e preventive, poteri d'azione su *going concern situations*, e meccanismi di risoluzione nell'ottica di poter permettere di fallire a quelle banche che si trovano in stato avanzato ed irreversibile di crisi, tuttavia garantendo continuità nei servizi di pagamento essenziali, minimizzando l'impatto nel sistema finanziario e, soprattutto, eliminando costi sulle spalle dei contribuenti. Solo così verrà rimosso l'azzardo morale e sarà proposta una nuova percezione per cui alcune banche non sono troppo grandi per fallire⁽⁴⁴⁾.

3. In ultimo, preme sottolineare come nella relazione alla proposta di direttiva europea, oltre ovviamente agli istituti già ampiamente trattati nei precedenti paragrafi, siano stati messi in evidenza alcuni aspetti specifici:

- regime speciale per insolvenza bancaria⁽⁴⁵⁾: non in tutti i paesi europei le imprese commerciali e le imprese bancarie sono soggette alle medesime procedure concorsuali. Per esempio, come già precedentemente accennato, in Italia il concetto di insolvenza classico differisce notevolmente dal concetto di insolvenza bancaria; il fine tuttavia è il medesimo: consentire la riorganizzazione dell'impresa ovvero la sua liquidazione e la ripartizione delle perdite sui creditori. Purtroppo si deve

(44) Cf. EMILIO COLOMBO e MARCO LOSSANI, *Economia dei mercati emergenti*, 2009, pag.21: "La crescente interdipendenza, unitamente alla maggior eterogeneità degli agenti coinvolti in questi processi, rende ancor più necessario il ricorso al coordinamento, su diversi livelli e in svariati ambiti, al fine di contenere la possibilità di risultati inefficienti. Il coordinamento tra le politiche economiche è auspicabile al fine di contenere il rischio di crisi valutarie. Analogamente il coordinamento è necessario quando si definiscono politiche regolatorie aventi validità internazionale e diventa assolutamente indispensabile quando si cercano di introdurre limitazioni alla mobilità dei capitali, ricorrendo a forme di controllo sugli afflussi e/o deflussi degli stessi. Il coordinamento tra i creditori di uno Stato sovrano è di fondamentale importanza per garantire la realizzazione di *orderly workouts*".

(45) COMMISSIONE EUROPEA, Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms and amending Council Directives 77/91/EEC and 82/891/EC, Directives 2001/24/EC, 2002/47/EC, 2004/25/EC, 2005/56/EC, 2007/36/EC and 2011/35/EC and Regulation (EU) No 1093/2010, COM(2012) 280/3, pag. 5, Brussels, 6 giugno 2012.

constatare, però, che in ambito di insolvenza bancaria a causa dell'ormai defunto principio del *"Too Big To Fail"* sono stati mossi in questi anni passi troppo corti per arrivare ad una definitiva e completa disciplina degli strumenti di gestione delle crisi (bancarie).

- rapporto tra diritti azionisti e poteri dell'autorità amministrativa ⁽⁴⁶⁾: in ordine alla tutela dei diritti degli azionisti in fase di gestione delle crisi una banca soggetta a procedure d'intervento dovrebbe entrare in fase di applicazione di un piano di risoluzione solamente quando è sull'orlo del fallimento. Tuttavia, la scelta di applicare un piano di risoluzione è soggetta a variabili e fattori molto eterogenei tra loro e legati prevalentemente alle condizioni di liquidità o di solvibilità aprendo, pertanto, un ampio margine di discrezionalità a favore delle autorità di risoluzione.

Il legislatore europeo si è sforzato di trovare un equilibrio tra la necessaria discrezionalità delle autorità di vigilanza al fine di garantire interventi mirati sulle circostanze in concreto caso per caso affrontate e la parità di trattamento dei singoli azionisti coinvolti in un ottica di preservazione dell'integrità del mercato unico. In questo modo, l'*European Banking Authority (EBA)* dovrebbe essere dotata, da una parte, del compito di emanare direttive e norme tecniche per garantire la corretta attuazione del piano di risoluzione e, dall'altra, del ruolo di mediatore tra le autorità nazionali coinvolte in ambito di attuazione del quadro di risoluzione.

- "no creditor worse off" ⁽⁴⁷⁾: il quadro normativo proposto stabilisce una serie di principi generali che dovranno essere rispettati dalle autorità di vigilanza. Questi principi si riferiscono, tra l'altro, alla ripartizione delle perdite e al trattamento dei creditori e degli azionisti e alle conseguenze che l'uso degli strumenti potrebbero avere sulla gestione ordinaria della banca.

E' stabilito che le perdite, a seguito dell'approvazione del piano di ripartizione tramite un processo di valutazione di cui all'articolo 30 della proposta di direttiva, devono essere distribuite tra gli azionisti ed i creditori in conformità con la disciplina nazionale in materia di crediti privilegiati. Tuttavia le norme nazionali, non tenendo conto degli effetti negativi sulla stabilità finanziaria del mercato, devono essere contemperate con alcuni principi speciali per la ripartizione delle perdite in ambito bancario. Questi principi sono: a) che le perdite prima devono ricadere sugli azionisti e, secondariamente, sui creditori, e b) che i creditori devono essere divisi in classe a seconda dell'entità del credito e degli interessi pubblici sottesi. Ai sensi dell'articolo 43 verrà, dunque, positivizzata una gerarchia dei creditori volta ad integrare e/o sostituire quella prevista dal diritto fallimentare di ogni singolo Stato membro. Tutto quanto detto è finalizzato ad evitare che le perdite ricadano sui contribuenti e sui depositanti (articolo 29).

- "bail-in tools" ⁽⁴⁸⁾: le autorità di risoluzione possono annotare in registri le richieste che i creditori chirografari avanzano all'istituto in crisi per la conversione del proprio debito in capitale di rischio. Questo sistema può essere utilizzato per la ricapitalizzazione delle banche in procinto di fallire consentendo alle autorità di risoluzione di ristrutturare il capitale dell'istituto attraverso il processo di risoluzione e il ripristino della redditività. Strumenti di intervento come quello

⁽⁴⁶⁾ Op. Cit. pag. 5.

⁽⁴⁷⁾ Op. Cit. pag. 11.

⁽⁴⁸⁾ Op. Cit. pag. 13.

appena esaminato permettano alle autorità di risoluzione di intervenire con ampia flessibilità e prevenzione. Le attività di *debt write-down* e di *bail-in* saranno tanto più garantite quanto ogni istituto si sforzerà annualmente di redigere piani di risoluzione basati sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria in cui versa. Ciò nonostante si deve rilevare che, ai sensi dell'articolo 38⁽⁴⁹⁾, non tutti gli strumenti finanziari emessi dell'istituto posso essere soggetti a conversioni in capitale di rischio. Eccezionalmente, sulla base di giustificate necessità volte a garantire l'operabilità essenziale nei servizi bancari e di pagamento dell'istituto, l'autorità di risoluzione può escludere dall'operazione di *bail-in* anche gli strumenti derivati ai sensi dell'articolo 38.

Inoltre, al fine di dare applicazione agli strumenti di conversione del capitale di debito l'autorità di risoluzione deve verificare l'ammontare delle passività dallo stato patrimoniale dell'istituto che può essere assoggettato all'operazione di *bail-in*: a norma dell'articolo 39 l'ammontare minimo di passività da sottoporre all'operazione di *bail-in* è proporzionale all'esposizione relativa al rischio sistemico ed alla capacità di reperire risorse finanziarie⁽⁵⁰⁾.

⁽⁴⁹⁾ Article 38 – “Scope of bail-in tool”: “Member States shall ensure that the bail-in tool may be applied to all liabilities of an institution that are not excluded from the scope of that tool pursuant to paragraph 2. Resolution authorities shall not exercise the write down and conversion powers in relation to the following liabilities:

- (a) deposits that are guaranteed in accordance with Directive 94/19/EC;
- (b) secured liabilities;
- (c) any liability that arises by virtue of the holding by the institution of client assets or client money, or a fiduciary relationship between the institution (as fiduciary) and another person (as beneficiary);
- (d) liabilities with an original maturity of less than one month;
- (e) a liability to any one of the following: (i) an employee, in relation to accrued salary, pension benefits or other fixed remuneration, except for variable remuneration of any form; (ii) a commercial or trade creditor arising from the provision to the institution of goods or services that are essential to the daily functioning of its operations, including IT services, utilities and the rental, servicing and upkeep of premises; (iii) tax and social security authorities, provided that those liabilities are preferred under the applicable insolvency law.

Points (a) and (b) of paragraph 2 shall not prevent resolution authorities, where appropriate, from exercising those powers in relation to any part of a secured liability or a liability for which collateral has been pledged that exceeds the value of the assets, pledge, lien or collateral against which it is secured. Member States may exempt from this provision covered bonds as defined in Article 22(4) of Council Directive 86/611/EEC.

Point (c) of paragraph 2 shall not prevent resolution authorities, where appropriate, from exercising those powers in relation to any amount of a deposit that exceeds the coverage under that Directive. Where resolution authorities apply the bail-in tool, they may exclude from the application of the write-down and conversion powers liabilities arising from derivatives that do not fall within the scope of point (d) of paragraph 2, if that exclusion is necessary or appropriate to achieve the objectives specified in points (a) and (b) of Article 26(2).

The Commission shall be empowered to adopt delegated acts adopted in accordance with Article 103 in order to specify further: (a) specific classes of liabilities covered by point (d) of paragraph 2, and (b) the circumstances when exclusion is necessary or appropriate to achieve the objectives specified in points (a) and (b) of Article 26(2), having regard to the following factors: (i) the systemic impact of closing out derivative positions in order to apply the debt write-down tool; (ii) the effect on the operation of a Central Counterparty of applying the debt write-down tool to liabilities arising from derivatives that are cleared by the Central Counterparty; and (iii) the effect of applying the debt write-down tool to liabilities arising from derivatives on the risk management of counterparties to those derivatives”.

⁵⁰ Op. Cit. pag. 14: “As explained in 4.4.8, Articles 43 and 44 establish a detailed hierarchy that complements and where necessary supersedes the one established in each national insolvency law. In principle, Shareholders claims should be exhausted before those of subordinated creditors. It is only when those claims are exhausted that the resolution authorities can impose losses on senior claims (Articles 43 and 44). However, there might be circumstances when the resolution authorities could interfere on creditors' rights without having exhausted shareholders' claims. These circumstances are specific to the bail in tool and could occur when an institution under resolution might have some residual capital (according to the conditions for resolution an institution would be failing or likely to fail if it has depleted all or substantially all of its capital). In this case, the resolution authorities could, after having allocated the losses to the shareholders and reduced or cancelled most of the shareholders' claims, convert into capital subordinated and, if necessary, senior liabilities. This conversion will have to take place in a manner that seriously dilutes the remaining shareholders' claims”.

- intervenute modifiche alle direttive già vigenti in materia (articoli dal 104 al 111) ⁽⁵¹⁾: le direttive europee c.d. “*Union Company Law*” contengono norme per la tutela degli azionisti e dei creditori. Alcune di queste prevedono che, mediante delibera assembleare, l’istituto possa impedire un intervento rapido delle autorità di vigilanza.

La seconda direttiva in ambito di diritto societario europeo stabilisce che l’aumento di capitale nelle società per azione debba essere approvato dall’assemblea generale degli azionisti, mentre la direttiva 2007/36/CE (*Shareholders’ Rights Directive*) richiede che l’avviso di convocazione debba essere ricevuto dagli azionisti almeno 21 gg prima la data di prima convocazione.

In questo contesto normativo appare impensabile che una banca possa addivenire autonomamente a decisioni rapide circa operazioni da compiere sul capitale sociale.

Pertanto, la proposta di direttiva suggerisce di emendare la *Shareholders’ Rights Directive* nella parte in cui non prevede che in casi di emergenza finanziaria la delibera di aumento o di diminuzione del capitale sociale possa essere adottata dall’assemblea generale degli azionisti convocata con un termine inferiore. Quanto detto agevolerebbe in maniera significativa il potere decisionale a breve termine degli azionisti.

Il medesimo quadro normativo (integrato con il codice civile italiano) prevede che le operazioni sul capitale, ovvero operazioni di fusione e scissione, sono soggette ad ampi accordi tra gli azionisti richiedendo, in prima convocazione, un *quorum costitutivo* pari ad almeno la metà del capitale sociale ed un *quorum deliberativo* con un voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea, mentre nelle convocazioni successive, un *quorum costitutivo* pari ad un quinto del capitale sociale ed un *quorum deliberativo* con un voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea.

Infine, la direttiva “*Takeover Bids*” stabilisce l’obbligatorietà dell’offerta pubblica di acquisto in ipotesi in cui chiunque (compreso lo Stato) acquisti tante azioni quante sono necessarie per l’ottenimento della soglia di controllo (generalmente del 30% - 40%) in società quotate in mercati regolamentati (compresi gli istituti di credito).

Per andare oltre i summenzionati ostacoli legislativi la proposta di direttiva dispone che gli Stati membri possano derogare tali norme laddove vi siano i caratteri di urgenza ed emergenza finanziaria. Il vero problema che si discuterà nei prossimi anni, ad opinione dello scrivente, sarà individuare tali margini.

Per garantire che le autorità nazionali di vigilanza siano equamente rappresentate al *European System of Financial* e che l’EBA sia realmente in grado di provvedere ai molteplici compiti che gli verranno affidati in forza della presente proposta di direttiva, il Regolamento (EU) No 1093/2010 dovrebbe essere modificato nella parte in cui non include le autorità nazionali di vigilanza (ma anche quelle di risoluzione) all’interno della categoria delle autorità competenti.

- entrata in vigore ed impatto economico ⁽⁵²⁾: la direttiva entrerà in vigore il ventesimo giorno successivo alla pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale. Nella comune prassi, il termine per il recepimento della direttiva è fissato a 18 mesi, ossia il 31 dicembre 2014. Le disposizioni in materia di *bail-in* entreranno in vigore

⁽⁵¹⁾ Op. Cit. pag. 13.

⁽⁵²⁾ Op. Cit. pag. 18.

successivamente a decorrere dal 1° gennaio 2018. Tali date tengono conto dei cicli di scadenza degli strumenti di debito ad oggi emessi dagli istituti di credito europei.

In conformità alla “*Joint Political Declaration of Member States and the Commission of 28 September 2011*”, ogni Stato membro dovrebbe dare implementazione della normativa comunitaria nei termini e nelle misure di attuazione previste dalle tavole di concordanza in calce alla proposta di direttiva. Ciò si giustifica in considerazione della complessità della proposta stessa che, coprendo vari argomenti, esige una pluralità di misure attuative alla luce anche delle implicazioni politiche ed economiche nei bilanci statali.

La presente proposta richiede, inoltre, che l'*EBA* (i) sviluppi norme tecniche e linee guida, (ii) partecipi ai collegi di risoluzione prendendo decisioni in caso di disaccordo tra autorità nazionali, e (iii) preveda il riconoscimento delle procedure d'intervento in paesi extracomunitari secondo le disposizioni dell'articolo 85 e concluda accordi non vincolanti di cooperazione con paesi terzi ai sensi dell'articolo 88.

La consegna degli standard tecnici è prevista allo scadere dei 12 mesi successivi all'entrata in vigore della direttiva che è stimata tra giugno e dicembre 2013. La proposta della Commissione europea prevede ulteriori compiti a lungo termine in capo all'*EBA* che richiedono la previsione di cinque posti supplementari (lavoratori interinali) a partire dal 2014 e 11 esperti nazionali distaccati "NIS" per svolgere compiti temporanei limitata agli anni 2014 e 2015.

4. Tuttavia, il percorso normativo comunitario non finisce certamente con la pubblicazione di questa prima proposta di direttiva. I primi commenti al testo proveniente dai maggiori esperti in materia bancaria, come Daniel Gros e Nicolas Véron, non sono stati di pieno apprezzamento. Il mondo bancario, infatti, si aspettava una risposta più incisiva da parte della Commissione europea soprattutto con riferimento alla centralizzazione della sorveglianza, che invece rimane sempre di competenza nazionale seppur con maggior obblighi d'interazione, e alla previsione di fondi di garanzia nazionali anziché di uno unico europeo⁽⁵³⁾.

5. La strada verso l'unione bancaria europea, tuttavia, è solo all'inizio. Gli *steps* futuri sono altri: nel breve termine (entro il 2013), è prevista l'elaborazione di una disciplina armonizzata in tema di regime d'insolvenza bancaria e meccanismo di liquidazione ordinaria; nel medio termine (entro il 2014), è programmata la piena operatività della autorità europea di supervisione del sistema bancario comunitario; ed infine, nel lungo termine (entro il 2018), verrà interamente implementata la disciplina relativa alle operazioni di *debt write-down* e *bai-in* che sembrano essere, al momento, quelle più discusse.

6. Lo scrivente, in conclusione, si sente di dover muovere una nota critica nei confronti della Commissione europea.

Ascoltando la conferenza stampa che il commissario Michel Barnier ha tenuto il 6 giugno 2012 per presentare la proposta di direttiva sono apparsi alcuni interrogativi relativamente alle tempistiche legislative adottate: si ricorda che il testo di proposta di direttiva in oggetto è in fase di elaborazione da parte della Commissione da più di un anno e mezzo. Se la Commissione avesse accelerato i

⁽⁵³⁾ BEDA ROMANO, *Intervista a Michel Barnier <Unione bancaria, ecco il primo passo>*, Sole 24 ore del 6 giugno 2012, pag. 5.

tempi di approvazione, oggi, la gestione delle crisi delle due banche spagnola (*Bankia* e *Dexia*) sarebbe stata messa in atto già con gli strumenti di vigilanza transnazionale previsti dalla proposta di direttiva. Ancora, vi sono alcuni istituti, come gli *early intervention tools* e gli strumenti ed i poteri di risoluzione, che sono stati ultimati molti mesi fa; se la Commissione avesse optato per pubblicare una proposta di direttiva sugli aspetti già definiti e si fosse riservata di approvarne ulteriori sui temi più complessi, come ad esempio il *bail-in*, probabilmente oggi avremmo avuto un quadro legislativo in materia molto più avanzato rispetto a quello che abbiamo adesso anche perché, come si legge dalla proposta di direttiva, l'implementazione delle disposizioni normative, data l'eterogeneità delle problematiche sottese, avverrà in momenti diversi – basti pensare che tutte le norme che riguardano il *bail-in* non saranno attuate prima del 2018, allora perché davvero non aver previsto più strumenti legislativi scaglionati nel tempo? Staremo a vedere.



SALVATAGGIO DELLE BANCHE IN EUROPA: DISCIPLINA VIGENTE E PROSPETTIVE DI RIFORMA

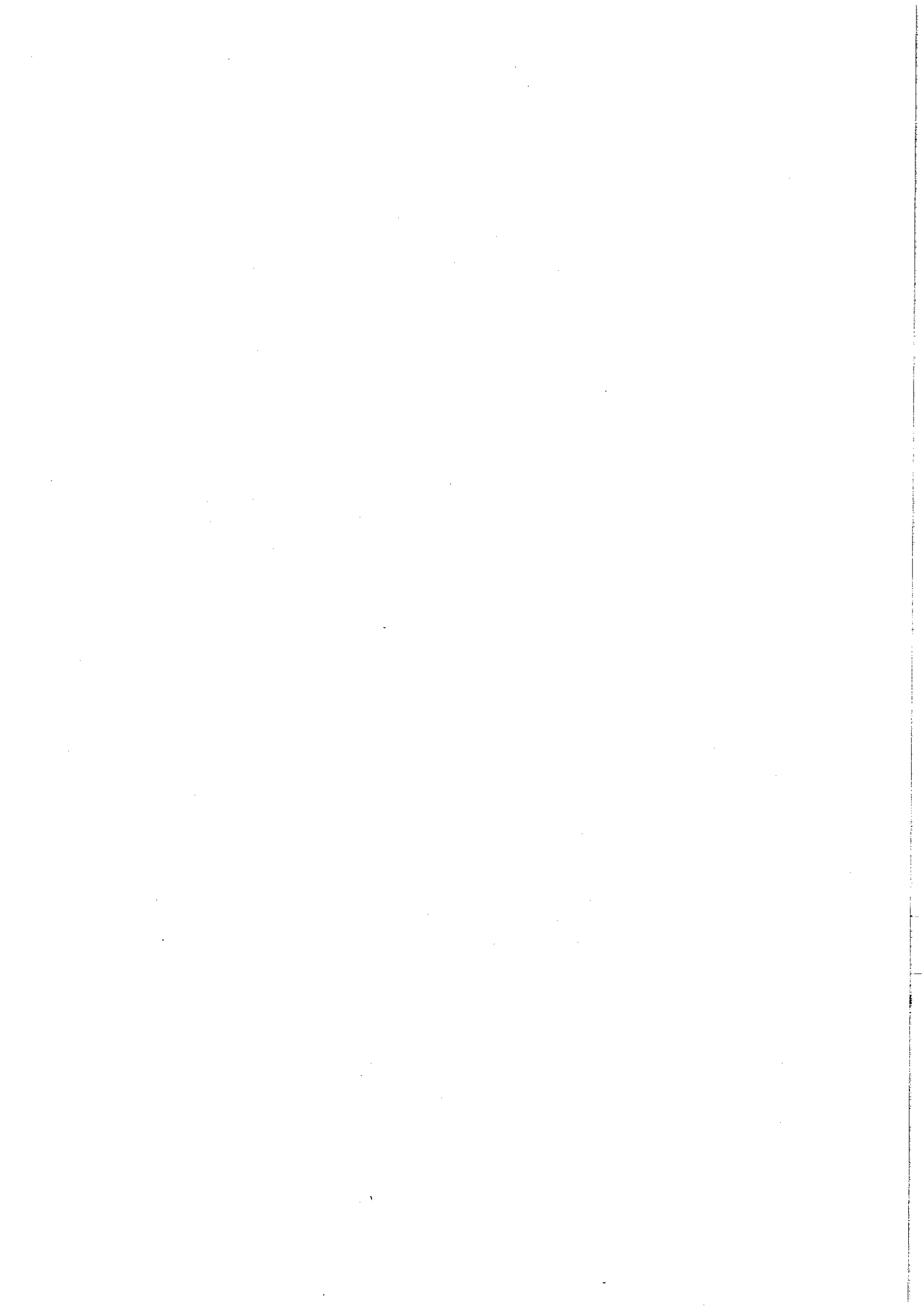
A cura del
Dott. Giovanni Niccolò Antichi

con la collaborazione del
Prof. Vincenzo De Sensi

Ci si è chiesti in questi ultimi mesi per quali ragioni la Comunità europea, ed in generale tutta la Comunità internazionale, abbiano ritenuto opportuno intervenire in materia di gestione delle crisi nel settore bancario solo dopo l'avvento della crisi. Fino a qualche anno fa era pensiero comune, spesso cristallizzato in testi di dottrina, che la materia del diritto fallimentare fosse di competenza pressoché esclusiva degli Stati membri, giacché si riteneva che le implicazioni economiche legate ai costi di gestione fossero di competenza delle autorità nazionali. Viceversa, con questa crisi finanziaria globale è stato visto che, innanzitutto, i gruppi bancari, spesso coinvolti in momenti di crisi, hanno un'operatività transnazionale; e poi che interventi singoli legati ad iniziative nazionali non possono avere un risvolto positivo in quanto frammentati e non collegati tra loro. Questo ha fatto sì che i costi di gestione delle crisi, anziché diminuire, gonfiassero a dismisura. Infatti, la maggior parte dei giuristi e degli economisti riteneva che per garantire la stabilità finanziaria e la continuità nei servizi bancari e di gli Stati sovrani dovessero intervenire con l'erogazione di denaro pubblico al fine di evitare il fallimento dei grandi istituti di credito. Con il senno di poi, ci si è resi conto che tutto ciò ha mostrato una debolezza enorme: far ricadere le perdite delle crisi bancarie ed i costi di gestione delle stesse sui contribuenti. Pertanto gradualmente è stato abbandonato il concetto del "Too Big To Fail", secondo il quale certi gruppi bancari erano troppo grandi per fallire, per approdare al "Too Big to Save", vale a dire all'idea opposta. In questo contesto, i grandi gruppi finanziari, confidando sull'appoggio governativo in caso di crisi, sono stati incentivati ad allargarsi e assumersi sempre più rischi nelle operazioni (il c.d. Moral hazard). Tuttavia, negli anni passati, la Comunità europea si è munita di una disciplina, seppur superficiale, in materia di procedure concorsuali. Gli atti a cui si fa riferimento sono: Regolamento CE n. 1346/2000 relativo alle procedure di insolvenza; Direttiva 2001/17/CE in materia di risanamento e liquidazione delle imprese di assicurazione e Direttiva 2001/24/CE in materia di risanamento e liquidazione degli enti creditizi. Nonostante ciò, la legislazione europea, ad oggi, non definisce una disciplina unica delle crisi d'impresa; difatti il legislatore comunitario, nei succitati testi, non ha fatto altro che indicare le modalità ed i meccanismi di coordinamento tra le disposizioni delle varie giurisdizioni nazionali per consentire la prevalenza e l'operatività della procedura del caso. Ad oggi, le filiali transfrontaliere (cross-border branches) di un istituto di credito sono trattate come parti dello stesso, e quindi sono incluse nelle procedure di insolvenza dello stesso istituto sotto il regime applicabile dello stato membro di appartenenza. Ciò significa che se una banca fallisce i depositanti della filiale transfrontaliera saranno trattati secondo le misure di risoluzione adottate dallo Stato membro di appartenenza dell'istituto di credito. Così, però, c'è il pericolo di minare la stabilità finanziaria dello Stato membro ospitante la filiale. La medesima direttiva non disciplina affatto la posizione delle succursali all'estero. Perciò queste sono soggette al regime d'insolvenza dello Stato dove sono state costituite.

Il recepimento della direttiva in materia di risanamento e liquidazione delle banche ha portato all'introduzione della sezione III - bis, del titolo IV del TUB, comprendente gli articoli da 95-bis a 95-septies. La nuova sezione disciplina le ipotesi di crisi delle banche operanti in ambito comunitario e il riconoscimento delle

procedure di risanamento e liquidazione sulla base dei seguenti principi: home country control, universalità ed unità delle procedure di risanamento e liquidazione. Queste norme stabiliscono che i provvedimenti e le procedure di risanamento e liquidazione di banche comunitarie sono disciplinati e producono i loro effetti, senza ulteriori formalità, nell'ordinamento italiano secondo la normativa dello stato di origine e che, reciprocamente, i provvedimenti e le procedure di amministrazione straordinaria, di gestione provvisoria, e di liquidazione coatta amministrativa di banche italiane si applicano e producono i loro effetti negli stati comunitari. La Banca d'Italia, qualora ritenga necessaria l'applicazione in Italia di una procedura di risanamento nei confronti di una banca comunitaria, ne fa richiesta all'autorità di vigilanza dello Stato d'origine. (art. 95 bis T.U.B.) Per ciò che concerne la collaborazione tra autorità il Testo unico bancario dispone che la Banca d'Italia informa le autorità di vigilanza degli Stati comunitari ospitanti dell'apertura delle procedure di amministrazione straordinaria, di gestione provvisoria e di liquidazione coatta amministrativa, nei confronti di banche italiane, precisando gli effetti concreti che tali procedure potrebbero avere. L'informazione è data, con ogni mezzo, possibilmente prima dell'apertura della procedura ovvero subito dopo. (art. 95 quater T.U.B.) L'Unione Europea dovrebbe prevedere un'unica procedura di risoluzione delle crisi bancarie, in modo da rendere possibile la prevenzione e la gestione della crisi in modo unitario e sotto la responsabilità di un'unica autorità amministrativa. Si svolgerebbe secondo il diritto del paese in cui ha sede la società capogruppo e sotto la responsabilità dell'autorità di vigilanza competente, ma sotto il controllo di un collegio dei supervisori rafforzato. Da ora in avanti, quindi, la scelta dei meccanismi d'intervento non si baserà più sulla discrezionalità dell'Autorità nazionale di vigilanza (che in Italia è la Banca d'Italia) benché graduata sulle pretese finalistiche d'intervento, ma anzi verrà effettuata con riferimento alla situazione in concreto. Voglio dire che la scelta di strumenti d'intervento non sarà più caratterizzata da una dicotomia tra Amministrazione straordinaria e Liquidazione coatta amministrativa (che rimarranno solo come palcoscenico giuridico di inquadramento normativo), ma sarà attuata sulla base della fase di avanzamento della crisi stessa in concerto con nuove autorità europee come EBA - European Banking Authority, ERA - European Resolution Authority ed ESA - European Supervisory Authority. Quindi, i momenti d'intervento in una crisi finanziaria di un gruppo bancario saranno flessibilmente suddivisi in Early interventions, Piani di risoluzione e Strumenti di liquidazione. I primi (gli Early interventions) consistono in interventi poco invasivi nella struttura societaria, ma che consentono in fase di pre-crisi, cioè quando l'ente creditizio non risponde più ai parametri di patrimonializzazione di Basilea 3, di effettuare operazioni di ricapitalizzazione. I secondi (i Piani di risoluzione) sono invece strumenti volti a gestire situazioni di crisi, quando ancora l'indebitamento non è eccessivo, come nomina di amministratori straordinari, cessioni di attività e/o rami di azienda e prestazioni di garanzie. In ultimo, gli Strumenti di liquidazione sono finalizzati alla dismissione dell'ente bancario tramite liquidazione di tutto il patrimonio. Le prime due categorie di interventi di sostegno sono destinate alla conservazione dell'attività bancaria garantendo continuità nei servizi di pagamento ed in quelli bancari in genere (le c.d. "go-

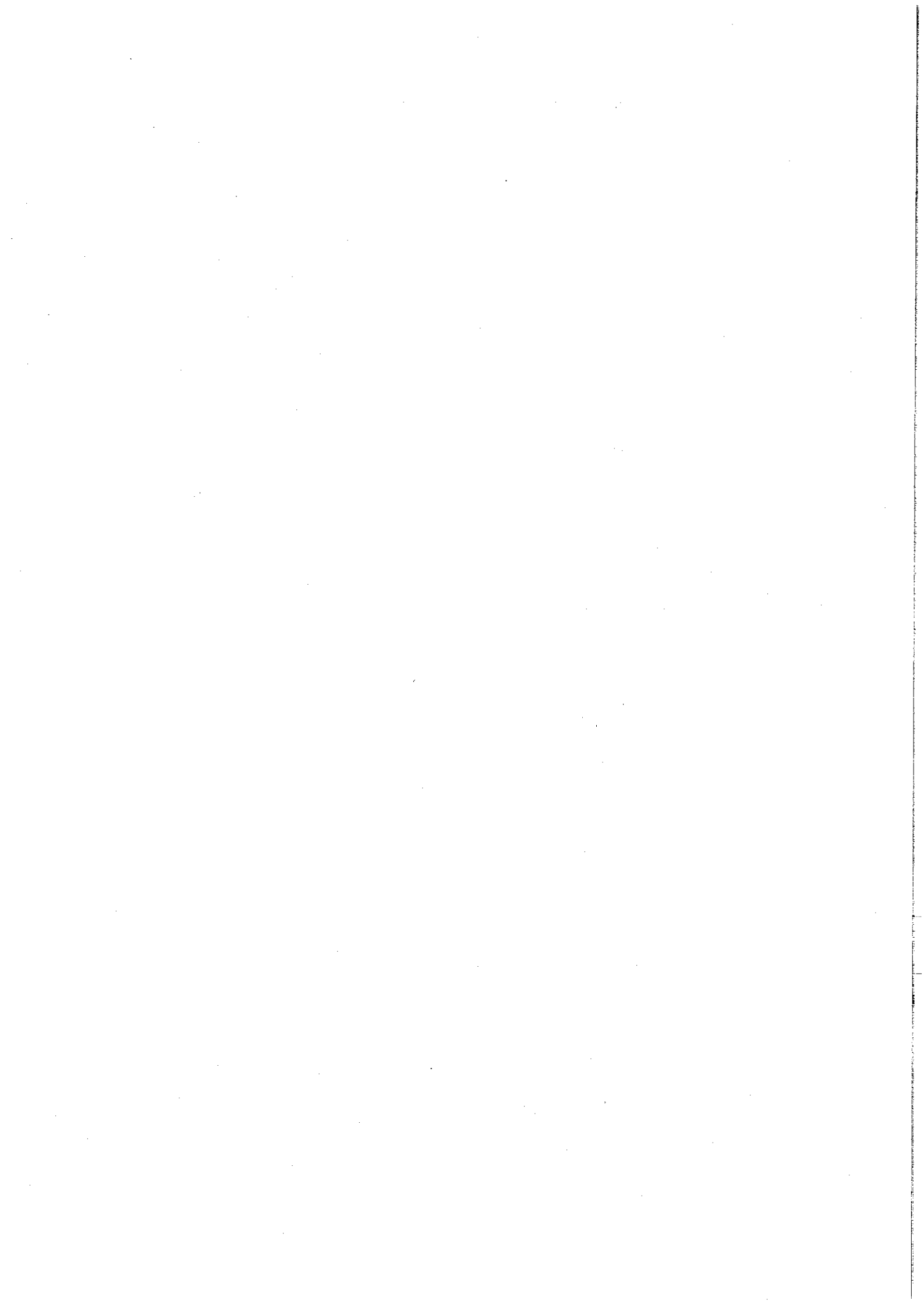


ing concern situations”), mentre l’ultima definisce le c.d. “gone concern situations” (cioè quelle situazioni di liquidazione e dismissione dell’ente creditizio). Solo con questo nuovo sistema si potrà giungere ad una reale, effettiva e controllata gestione delle crisi in ambito bancario con il fine di tutelare in primo luogo i contribuenti e i depositanti. In Italia sono già stati utilizzati strumenti c.d. informali di gestione della crisi; questo sta a significare che molto spesso venivano adottati piani di risoluzione ovvero meccanismi di ricapitalizzazione sulla base di nomine di commissari di fatto (il fenomeno del c.d. precommissariamento). Non sono poche le problematiche di attuazione del nuovo quadro normativo europeo nell’ordinamento italiano. In primo luogo, non tutte le unità facenti parte di un gruppo bancario transfrontaliero hanno gli stessi interessi. Basti pensare che vi possono essere situazioni in cui le società controllate hanno un profilo finanziario ed economico forte mentre la capogruppo versa in difficoltà, oppure viceversa. In questi casi dal punto di vista economico sarebbe giustificato un intervento di risoluzione unico poiché il gruppo bancario, pur essendo composto da unità tra loro autonome dal punto di vista giuridico, risponde, comunque sia, ad un unico progetto imprenditoriale. Quindi si dovranno necessariamente aprire tante procedure di risoluzione o liquidazione, nei singoli Stati membri di appartenenza, quante sono le società interne al gruppo. In questo senso è essenziale un intervento legislativo a livello europeo al fine di identificare una disciplina di risoluzione integrata ed unitaria per le subsidiaries, risolvendo così le questioni nascenti in tema di pluralità e unicità di masse attive e passive (nel senso che laddove si consideri il gruppo un’unità giuridica allora avremo una massa passiva ed una massa attiva, viceversa se pensiamo il gruppo quale pluralità di persone giuridiche avremo tanto masse attive e passive quante sono le entità giuridiche). Proprio in questo senso vanno le ultime pronunce di merito del Tribunale di Roma dello scorso 7 marzo e del Tribunale di Prato del 5 agosto 2011. In secondo luogo, la Commissione europea è intenzionata a progettare strumenti e misure d’intervento differenziati tali da assecondare le esigenze che in concreto sorgono al momento dell’esecuzione. In ossequio a ciò, dopo un’attenta analisi giuridica dell’ordinamento economico italiano, è corretto ammettere che questo sia caratterizzato da una forte bancocentricità, tuttavia molto eterogenea: vi sono, infatti, grandi gruppi bancari, come ad esempio Unicredit Banca, ma anche banche locali che molto spesso assumono la forma di Banca di Credito Cooperativo. Le misure che saranno contenute nella nuova direttiva potranno essere applicate anche a queste realtà bancarie decisamente diverse dal concetto di banca genericamente inteso. Alla base di una Banca di Credito Cooperativo, infatti, vi sono valori e principi di stampo mutualistico e solidaristico che viceversa non si ritrovano in altre dimensioni bancarie. Sono istituti molto vicini al territorio ed ai singoli soci cooperatori. Ciò detto, sarà imprescindibile valutare due aspetti: da una parte l’impatto che eventuali misure d’intervento generano sulla stabilità finanziaria di queste realtà cooperative; dall’altra il sistema di funzionamento delle misure d’intervento all’interno dell’istituto di credito, tenendo conto delle principali diversità che intercorre tra le banche che hanno forma di S.p.A. e le Banche di Credito Cooperativo (basti pensare al diritto di voto dei soci che nel primo caso è pro quota, mentre nel secondo è un voto capitaro). Le Banche di Credito Cooperativo (BCC), già da anni, stanno sviluppando un Fondo di Garanzia Istituzionale dei Depositanti (FGI), che copre quasi tutto il passivo della BCC associata. Un elemento determinante è l’azione attiva di prevenzione che viene riconosciuta al FGI. Il riconoscimento dei sistemi di tutela istituzionale dovrebbe obbligare le autorità di vigilanza a tenere conto preliminarmente degli accordi di assistenza mutualistica prima di applicare le misure previste dal framework europeo alle singole banche appartenenti ai sistemi di tutela istituzionale. D’altra parte, appare necessario fornire adeguati incentivi alla costituzione di

tali sistemi, per esempio concedendo vantaggi in termini di requisiti patrimoniali e di liquidità alle BCC aderenti, in linea con quanto succede in alcuni Stati Membri. Lo Statuto ed il Regolamento del Fondo di Garanzia Istituzionale dei Depositanti prevedono, infatti, meccanismi di interventi di sostegno alle banche federate meno legati a schemi formali e molto più improntati alla garanzia di going concern situations. Così gli artt. 34 e 35 dello Statuto dispongono gli interventi di sostegno rispettivamente in ambito di amministrazione straordinaria, laddove fosse già stata adottata, e in assenza di procedure. In entrambe i casi gli strumenti attuativi sono: meccanismi di finanziamento e ricapitalizzazione, prestazione di garanzie e cessione di attività o rami di azienda. L’art. 2 “Piano di risanamento aziendale” del Regolamento di attuazione concernente finanziamenti, prestazioni di garanzie e accordi di collaborazione (in attuazione degli artt. 34 e 35 dello Statuto) approfondisce ammettendo che, in contropartita di tali misure adottate dal Fondo in favore di una BCC federata, lo stesso possa richiedere la nomina di uno o più membri degli organi sociali della BCC federata soggetta ad intervento con il fine di gestire la crisi dall’interno e rimettere l’ente creditizio nel mercato finanziario. In ultimo, il Regolamento con l’art. 6 “Contribuzione delle banche locali” identifica il metodo di finanziamento del Fondo secondo un meccanismo ex ante per cui ogni BCC federata annualmente deve al Fondo una somma accantonata proporzionale alle aliquote contributive. Per concludere, quindi, è legittimo ammettere che in questi ultimi mesi la Commissione europea è alla ricerca di strumenti di sostegno al sistema bancario simili a quelli che le BCC già attuano da anni, seppur a livello nazionale; a tal fine vorrebbe estenderli a tutte le realtà bancarie sia a livello nazionale sia globale.

BIBLIOGRAFIA

- ABI, ABI response to the DG Internal Market and Services working document “Technical details of a possible EU framework for bank recovery and resolution”, 3 marzo 2011.
- ABI, The ABI response to the Commission’s Communication “an EU cross-border framework in the banking sector” Consultation’s questions, Roma, 20 gennaio 2010.
- ANGELA MARIA CAROZZI, Strumenti e procedure di risoluzione delle crisi bancarie.
- CAPRIGLIONE F., Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, Tomo I, Padova, 2001.
- CAPRIGLIONE F., L’Ordinamento finanziario italiano, Padova, 2005, tomo I-II;
- COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo, alla Corte di Giustizia delle Comunità europee e alla Banca centrale relativa a un quadro europeo per la gestione transfrontaliera delle crisi nel settore bancario, Brussels, 20 ottobre 2009.
- COMMISSIONE EUROPEA, Overview of the results of the public consultation on an EU framework for Cross-border crisis management in the banking sector, Bruxelles, 11 marzo 2010.
- DE SENSI V., Cross-Border Crisis Management in The Banking Sector - An overview of Italian Intervention Measures, novembre 2010.
- FABIO DI FONZO, La disciplina comunitaria delle crisi bancarie: la direttiva 2001/24/CE, gennaio 2002.
- FEDERAZIONE ITALIANA DELLE BANCHE DI CREDITO COOPERATIVO E CASSE RURALI ED ARTIGIANALI, Technical details of a possible EU framework for bank recovery and resolution, Roma, 2 marzo 2011.
- ROBERT POZEN, Too big to Save? How to Fix the U.S. Financial System, John Wiley&Sons, 2010.
- STIGLITZ Joseph E., L’euro e il destino del mondo (Joseph E. Stiglitz, International herald tribune), Internazionale, n. 907, 22 luglio 2011, pag. 13.
- TALEB N. N., Il cigno nero, Il Saggiatore, Milano, 2008.



Autorizzazione al trattamento dei dati personali, limitatamente al procedimento di cui trattasi, ai sensi del Regolamento UE 2016/679 e, in quanto compatibile, del D.Lgs. 30 giugno 2003, n. 196 e successive modifiche e integrazioni.

Il sottoscritto GIOVANNI NICCOLO' ANTICHI nato a GROSSETO (GR) il 25.07.1988 CF NTCGNN88L25E202N, Residente in GROSSETO (GR) Via CAIROLI n. 3 CELL. 3487256733,

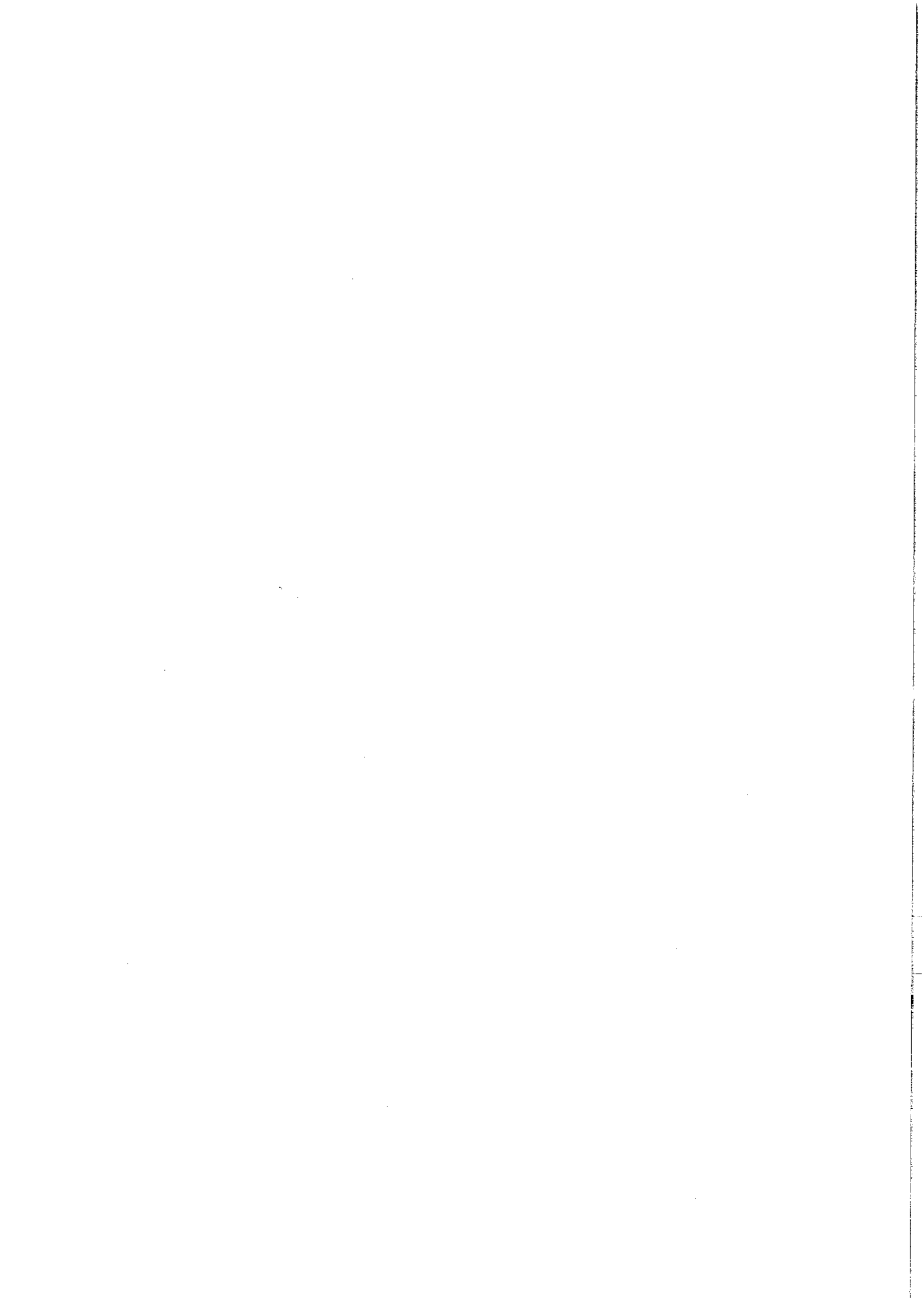
ACCONSENTE

ai sensi e per gli effetti degli artt. 13 e 23 del D. Lgs. n. 196/2003, con la sottoscrizione del presente modulo, al trattamento dei dati personali, limitatamente al procedimento di cui trattasi, ai sensi del Regolamento UE 2016/679 e, in quanto compatibile, del D.Lgs. 30 giugno 2003, n. 196 e successive modifiche e integrazioni.

Letto, confermato e sottoscritto

Grosseto, Li 7 marzo 2019


Firma del dichiarante



ANNATA LXXXIX

Settembre-Ottobre 2014

N. 5

DIR. FALL.

IL DIRITTO FALLIMENTARE E DELLE SOCIETA' COMMERCIALI

ANALISI TRIMESTRALE DI BOTTEGNA E GIURISPRUDENZA
E LETTERATURA DEL DIRITTO DI PICCOLA E MEDIA AZIENDA
ANGIOLO BONNIGNORI (1932-2000) E IL SUO PERAGUNO MAGGIORE (1982-2003)

DIREZIONE

Gianni De Bosis, Roberto Conzatti, Oreste
Massimo Di Lauro, Elena Frascaroli Banti,
Bruno Inzitari, Gabriele Della Porta, Giuliano Venturi

www.edicole.it/online/online.com/DFSC



Wolters Kluwer

Giustizia

www.wolterskluwer.com
www.wolterskluwer.it

CEDAM

OSSERVATORIO STRANIERO

LA FUNZIONALITÀ DELLE ASSEMBLEE: L'ATTUALE LEGISLAZIONE NEL CONFRONTO INTERNAZIONALE (*)

di

GIOVANNI NICCOLÒ ANTICHI (**)

SOMMARIO: *Parte prima: Introduzione.* – 1. Ruolo ideale dell'assemblea. – 2. Evoluzione normativa in materia assembleare. – *Parte seconda: Egesi normativa.* – 3. Il diritto di intervento in assemblea ed esercizio del voto. – 3.1. *Segue:* il voto per corrispondenza o in via elettronica. Partecipazione con mezzi elettronici. – 4. La rappresentanza in assemblea. – 4.1. *Segue:* la delega per mezzo di documento informatico ed il mandato per più assemblee. – 4.2. *Segue:* il rappresentante designato dalla società. – 4.3. *Segue:* la sollecitazione di deleghe. – 5. Il diritto ad integrare l'ordine del giorno e di presentare nuove proposte di delibera. – 5.1. *Segue:* l'azionista «disturbatore» ed il diritto di porre domande prima dell'assemblea. – *Parte terza: Analisi comparata.* 6. Spunti comparatistici tra Francia, Gran Bretagna e Stati Uniti d'America. – 6.1. Soluzioni all'inscindibilità tra titolarità e voto: doppia *record date* e *beneficial interest*. – 6.2. *Cyber meeting: electronic communications.* – 6.3. Voto per delega: breve confronto tra il modello statunitense e l'ordinamento francese. – 6.4. *Segue:* prospettive di regolamentazione ultranazionale della *proxy advisory industry*. – 6.5. Domande in assemblea: sezione *questions&answers*.

Parte prima: Introduzione.

1. *Ruolo ideale dell'assemblea.* – Lo schema giuridico-economico dell'impresa organizzata in forma di società per azioni è il seguente: gli investitori impegnano le proprie risorse in un affare comune avvalendosi dell'organizzazione societaria (1). A titolo di corrispettivo, ricevono strumenti fi-

(*) Il saggio, realizzato dalla Fondazione Bruno Visentini in collaborazione con Co.n.a. p.a. e con il patrocinio di DirCredito, curato dal prof. Gustavo Visentini e dall'avv. Valeria Panzironi e redatto dal dott. Giovanni Niccolò Antichi, è stato presentato al convegno «Il rinnovamento delle infrastrutture giuridiche del Sistema-Italia» tenutosi il 10 febbraio 2014 presso la sala delle Colonne di Palazzo Marini alla Camera dei Deputati.

(**) Dottorando di ricerca in «Diritto e Impresa» presso l'Università Luiss Guido Carli di Roma.

(1) La letteratura è ampia sul punto: G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, vol. II, 8ª ed., Milano, Utet Giuridica, 2012; M. FRATINI e G. GASPARRI, *Il Testo Unico della Finanza*,

nanziari rischiosi, incorporanti un fascio di diritti amministrativi e patrimoniali, di cui si servono per tutelare il proprio investimento ⁽²⁾.

La separazione tra proprietà ed amministrazione origina un graduale svuotamento degli strumenti di controllo in capo agli azionisti che tende ad acuirsi con la dispersione azionaria ⁽³⁾. Gli amministratori, specie nelle *public companies* statunitensi ⁽⁴⁾, detengono di fatto il potere sugli *assets*, sulle informazioni, sui meccanismi di voto che rischia di divenire discrezionale a fronte del ruolo passivo ed apatico degli investitori ⁽⁵⁾.

L'attivismo di minoranza diviene, quindi, una componente fondamentale di bilanciamento degli assetti proprietari con quelli amministrativi ⁽⁶⁾. D'altronde, l'idea che i soci possano in qualsiasi momento promuovere azioni di responsabilità ed esercitare liberamente il proprio diritto di voto, dovrebbe incentivare gli amministratori ad agire nell'interesse della società, dissuadendoli dalla coltivazione di interessi personali o di parte, onde evitare ripercussioni negative sulla propria carriera professionale ⁽⁷⁾.

2^a ed., Torino, Utet Giuridica, 2012; A. MAFFEI ALBERTI, *Commentario breve al diritto delle società*, 2^a ed., Padova, Cedam, 2011; F. D'ALESSANDRO, *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, Commento agli artt. 2325-2379-ter del codice civile, vol. II, tomo I, Torino, Piccin, 2010, pagg. 721-754; A. MAFFEI ALBERTI, *Commentario breve al diritto delle società*, Padova, Cedam, 2007, pagg. 418 e segg.; P. MONTALENTI, *La società quotata*, in *Tratt. di dir. comm.*, diretto da G. Cottino, vol. IV, tomo II, Padova, Cedam, 2004; A. TUCCI e R. LENER, *Le società di capitali e l'assemblea nelle società di capitali*, in *Tratt. di dir. priv.*, diretto da M. Bessone, vol. XVII, Torino, Giappichelli, 2000; M. BIANCA, *Diritto civile, Il contratto*, 2^a ed., Milano, Giuffrè, 2000; 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*, Padova, 1999; G. FRÉ e G. SBISA, *Delle società per azioni*, in *Commentario del Codice Civile*, Scialoja-Branca, a cura di F. Galgano, 1, 6^a ed., Bologna, Zanichelli, 1997, pagg. 649-737; ed infine C. ANGELICI, *Le azioni*, volume per *Il Codice Civile - Commentario*, diretto da P. Schlesinger, Milano, Giuffrè, 1992.

⁽²⁾ C. VAN DER ELST, *Shareholder Rights and Shareholder Activism: The Role of the General Meeting of Shareholders*, ECGI - Law Working Paper No. 188/2012, 7 marzo 2012.

⁽³⁾ Per una lettura di approfondimento, consiglio G.A. FERRARINI e M. BELCREDI, *Boards and Shareholders in European Listed Companies: Facts, Context and Post-Crisis Reforms*, Cambridge, Cambridge University Press, 2013 e B. LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, 1, 2001, pagg. 86 e segg.

⁽⁴⁾ F.A. GEVURTZ, *Corporation Law*, 2^a ed., West group, 2010.

⁽⁵⁾ A. BERLE e G. MEANS, *The modern corporation and private property*, New York, 1932, trad. it. *Società per azioni e proprietà privata*, Torino, 1966.

⁽⁶⁾ G. NAPOLETANO, *Deleghe di voto (Artt. 136-144)*, in *Il testo unico dei mercati finanziari: società quotate, intermediari, mercati, opa, insider trading: commento al D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di L. Lacaita e V. Napoleoni, Giuffrè, Milano, 1998, pagg. 130-143, tra i primi ad affermare che le deleghe di voto possono essere configurate come un potenziale metodo alternativo all'acquisto di azioni per favorire maggiore partecipazione societaria.

⁽⁷⁾ Cfr. F.H. EASTBROOK e D.R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1996 e G. ROSSI, *Le c.d. regole di corporate governance sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?*, in *Riv. soc.*, 1, 2001, pagg. 6 e segg.

L'allocazione dei poteri amministrativi agli azionisti non sarebbe efficiente. Per questo motivo sono traslati sugli amministratori e l'assemblea può solamente esprimersi, tramite la votazione, su limitati argomenti che gli sono riservati dalla legge o dallo statuto (8). Tuttavia, non ne è privata; i soci, agendo congiuntamente, sono i *decision makers* di ultima istanza delle volontà sociali (9) e sono coloro sui quali ricade il rischio dell'impresa (10).

Sul piano dell'efficienza si manifestano a maggioranza sulle decisioni fondamentali della società come la nomina degli amministratori, il loro numero e la loro remunerazione; mentre su quello della legalità attraverso le iniziative anche giudiziarie (quali azioni di responsabilità, ispezioni del tribunale, risarcimento danni sottoforma di *class action*, recesso ed impugnazione delle deliberazioni) nella disponibilità persino della minoranza.

Il dialogo tra assetti proprietari (*principle to principle*) è fondamentale per il controllo di efficienza e di legalità sugli amministratori; tanto più intenso quanto maggiormente è assicurata un'adeguata informativa sociale (11).

Nelle società chiuse (società familiari e *private equity market*), ove la circolazione di informazione è autosufficiente, e comunque supportata da un diretto interesse del socio (che, spesso, si sovrappone all'amministratore), la questione assume un minor rilievo al punto che sarebbe addirittura auspicabile un allargamento delle maglie di tutela per una maggiore libertà del socio anche nel voto per delega. Viceversa, nelle quotate, in cui i soci sono numerosi, ed i titoli azionari venduti ed acquistati rapidamente, l'informazione sociale deve essere divulgata con *spot* e *slogan* comprensibili all'investitore medio (12) che costantemente dovrebbe poter essere nella condizione di negoziare la propria posizione finanziaria (diritto di *exit*), ovvero agire contro l'illegalità a tutela dei propri diritti (diritto di *voice*), princi-

(8) G. COTTINO, *Dal «vecchio» al «nuovo» diritto azionario: con qualche avviso ai naviganti*, *Giur. Comm.*, 1, 2013 e F. MAGLIULO e F. TASSINARI, *Il funzionamento dell'assemblea di s.p.a. nel sistema tradizionale*, Milano, Ipsoa, 2008, pag. 373.

(9) C. VAN DER ELST, *op. cit.* e G.D. MOSCO, *Dove si forma la volontà sociale*, in *Associazione Disiano Preite*, *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, Il Mulino, 2002, pagg. 143-151.

(10) M. MAUGERI, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2-3, 2013, pagg. 336 e segg.

(11) A parere di P.G. JAEGER, *Le deleghe di voto*, in AA.VV., *La riforma delle società quotate*, Milano, Giuffrè, 1998, pag. 85, l'informazione costituisce il maggiore e decisivo discrimine tra gli azionisti di controllo e gli altri; v. anche P. MARCHETTI, *Assenteismo assembleare e problema dell'informazione*, in *Riv. soc.*, 5, 1978, pagg. 1311 e segg.

(12) Allo stesso tempo si impone la necessità di difendere la riservatezza di alcune informazioni riservate all'organo amministrativo: v. D.A. KATZ, *Boardroom Confidentiality Under Focus*, in *Harvard Law School Forum*, 23 gennaio 2014.

palmente tramite l'espressione di un voto cosciente, informato e fondato su rimedi certi.

In ragione della difesa dell'investitore (spesso anche nella qualità di consumatore/risparmiatore, contrattualmente debole), si sono repentinamente affermati numerosi intermediari ed ausiliari del mercato⁽¹³⁾, quali gli analisti, le agenzie di *rating*, i *proxy advisors* e, poi, gli intermediari come le Sgr, le Sicav, gli agenti di cambio e di negoziazione e, persino, gli organi amministrativi d'informazione, che hanno riportato al centro del dibattito giuridico ed accademico internazionale il tema della protezione delle minoranze azionarie. Essi assumono un ruolo assai delicato; in vista della reale influenza che hanno sulle decisioni di voto di tutti gli investitori mondiali è fondamentale che il loro apporto sia indipendente ed obiettivo. L'insorgere di eventuali conflitti di interesse comprometterebbe la stabilità del mercato.

D'altra parte, le associazioni degli azionisti, organizzate su base democratica, formano un ulteriore presidio di tutela: immaginando gli azionisti come collettività, si supererebbe l'originaria frammentazione per costituire un *corpus* di minoranza dotato di sufficiente stabilità. Si tratterebbe di un «corpo intermedio» in grado sia di coordinare i comportamenti dei singoli azionisti sia di agire direttamente quale portatore di istanze rappresentative⁽¹⁴⁾, anche nell'attività di raccolta deleghe equiparata a quella svolta da tutti gli altri ausiliari⁽¹⁵⁾, in contrapposizione agli interessi patrimoniali specifici.

Già negli anni '80 vi fu chi presagì le odierne conseguenze di questo tipo di mercato finanziario; in particolare, la quarta fase del capitalismo occidentale, secondo l'analisi sviluppata da *Robert Clark*⁽¹⁶⁾, sarebbe consistita nell'era degli intermediari ed ausiliari finanziari. Non si può dargli tor-

⁽¹³⁾ Mentre i primi supportano l'attività del socio accollandosi anche il rischio di impresa, i secondi rimangono indipendenti fornendo unicamente attività di consulenza ed analisi.

⁽¹⁴⁾ R. TORINO, *L'istituzionalizzazione delle minoranze azionarie. Le associazioni di azionisti in Francia e in Italia*, in *Riv. soc.*, 1998, pagg. 604-605.

⁽¹⁵⁾ Alcune differenze permangono ugualmente, talché l'art. 141 Tuf discostandosi dalla sollecitazione di deleghe, come definita dall'art. 136 Tuf, si riferisce a *raccomandazioni, dichiarazione o altre indicazioni idonee ad influenzare il voto* e non a *specifiche proposte di voto* che l'associazione è inibita dal fare. Detta distinzione risiede nell'ontologica diversità tra l'attività dell'intermediario, che svolge la sollecitazione di deleghe per interesse proprio (o altrui), e l'attività dell'associazione di azionisti che, viceversa, fa da collante sociale tra interessi individuali, ma convergenti. Quanto detto non toglie che l'associazione di azionisti possa svolgere, oltre alla raccolta deleghe presso i propri associati, parallelamente anche attività di sollecitazione di deleghe presso azionisti non associati, conformandosi, tuttavia, alle specifiche norme previste.

⁽¹⁶⁾ Cfr. R. CLARK, *Four stages of capitalisms: reflections on investment management treaties*, in *Harvard Law Review*, 94, 1984, pagg. 561-562.

to. L'emergere di queste figure negli ultimi anni ha fatto sì che le funzioni di *corporate governance* fossero professionalizzate ed esternalizzate a soggetti terzi, con il risultato, al quale oggi noi tutti assistiamo, che il mercato finanziario mondiale rischia di essere governato da questi nuovi attori indipendenti e soprattutto privi di responsabilità⁽¹⁷⁾. Si è creata così una vigorosa rottura nel modello giuridico, economico e sociale nelle società di capitali in cui il voto ed il rischio d'impresa dovrebbero costantemente farsi da contrappeso l'uno con l'altro⁽¹⁸⁾.

2. *Evoluzione normativa in materia assembleare.* – Negli ultimi decenni il ruolo dell'assemblea nella *governance* delle società quotate in Italia è stato profondamente trasformato⁽¹⁹⁾: dall'essere ritenuto predominante dal legislatore del '42, è stato svuotato di significato dalla riforma del 2003, con la conseguente concentrazione dei poteri di gestione nelle mani degli amministratori⁽²⁰⁾. Un'apparente inversione di tendenza, infine, si è registrata con la *direttiva 2007/36/CE*, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate.

In Italia, tale direttiva è stata adottata per mezzo del *D.Lgs. 27/2010* e del recente correttivo, *D.Lgs. 91/2012*, che interessano⁽²¹⁾, in particolare, il diritto d'intervento e la rappresentanza in assemblea, nonché i diritti dell'azionista relativi all'ordine del giorno⁽²²⁾.

Giuristi⁽²³⁾ si sono sbilanciati a considerare i summenzionati interven-

⁽¹⁷⁾ H. FLEISCHER, *Proxy Advisors in Europe: Reform Proposals and Regulatory Strategies*, Max Planck Private Law Research Paper No. 12/4, European Company Law, vol. IX, 2012, pagg. 12-20.

⁽¹⁸⁾ Tanta è l'esigenza di ricomporre detta rottura che la Commissione europea ha già predisposto una revisione alla *SHRD* al fine di migliorare la *governance* delle società quotate sulle piazze europee attraverso un sempre maggiore coinvolgimento degli azionisti, soprattutto in tema di remunerazioni degli amministratori. Il testo della nuova proposta di direttiva, pubblicato in data 9 aprile 2014, è contenuto in <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=COM:2014:213:FIN&rid=5>.

⁽¹⁹⁾ S. BRUNO e E. RUGGIERO, *Introduction e Chapter 2: Italy*, in AA.VV., *Public Companies and the Role of Shareholders. National Models towards Global Integration*, Kluwer Law International, 2011, pagg. 1-11 e 55-95.

⁽²⁰⁾ V. M. NOTARI, *L'assemblea e i processi decisionali dei soci nelle proposte di riforma delle società non quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, pagg. 130 e segg. e G. OPROMOLLA, *Corporate Governance: voce agli azionisti di minoranza e attivismo degli azionisti*, in *Soc.*, 8, 2007, pagg. 925 e segg.

⁽²¹⁾ Con riferimento alle sole società aperte giacché le altre, tra cui le familiari, trovano un'adeguata disciplina nel codice civile; v. S. POLI, *L'evoluzione della governance delle società chiuse*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Milano, 2010.

⁽²²⁾ G. CIAN, A. MAFFEI ALBERTI e P. SCHLESINGER, *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti (D.Lgs. 27 gennaio 2010, n. 27)*, in *Nuove leg. civ. comm.*, 3, Padova, Cedam, 2011.

⁽²³⁾ V. L. ENRIQUES, *L'azionista riscopre l'assemblea*, in *Il Sole 24 Ore*, 7 luglio 2011; A. STELLA RICHTER, *Il recepimento in Italia della direttiva sui diritti degli azionisti e le modifica-*

ti legislativi come una araba fenice, capace di far risorgere l'assemblea dalle ceneri: da mero passaggio formale e dovuto della vita della società, alla riscoperta dell'autentico spirito che già i padri del codice civile del '42 avevano significato nell'intimo rapporto tra il diritto di voto ed il potere di nominare (e retribuire) i propri amministratori. D'altra parte, l'equilibrio di siffatto rapporto era garantito dai rimedi tradizionali posti a tutela dell'azionista, quali il potere di revoca degli amministratori, il diritto di impugnare la delibera e l'azione di risarcimento danni.

Solo riconoscendo all'azionista, da una parte, gli strumenti attraverso i quali partecipare all'assemblea e, dall'altra, i presidi di tutela sopracitati, allora si realizza l'ideale indipendenza (o, meglio, la minor dipendenza) degli amministratori dalla maggioranza che li ha nominati. La riforma del 2003, sterilizzando questi ultimi piuttosto che la partecipazione assembleare, ha compromesso prefato equilibrio; dalla patologia emersa ne è scaturito un dibattito sulle fondamenta dell'organizzazione societaria.

Analizziamo, seppur per sommi capi, i principali interrogativi.

Sul profilo dell'impugnazione della deliberazione (2377 cod. civ.), sono state ridotte non tanto le cause di invalidità, quanto la loro azionabilità⁽²⁴⁾ con l'effetto di affievolire le difese dall'illegalità⁽²⁵⁾. La *ratio* tende a privilegiare la stabilità della deliberazione, seppur invalida, a scapito delle istanze minoritarie, ridimensionando il controllo dei soci in assemblea, indebolendo l'indipendenza degli amministratori⁽²⁶⁾.

Stesso esito per il potere di denuncia al tribunale (2409 cod. civ.): l'introduzione della facoltà di impedire l'ispezione e sospendere il procedimento, tramite la sostituzione di amministratori e sindaci, ha munito la maggioranza di uno strumento di autoconservazione. È logicamente prevedibile che in caso di una denuncia la medesima si appresterà a convocare l'assemblea per ottenere la sostituzione degli amministratori e sin-

zioni statutarie conseguenti, Studio n. 62-2010/I, in *www.notariato.it* ed in Studi e Materiali, 2010, pagg. 439 e segg., ma anche M. EREDE, *L'esercizio del diritto di intervento e voto in assemblea di società con titoli quotati: alcune riflessioni in tema di legittimazione e titolarità in seguito all'introduzione della record date*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 59, 2012, cit., secondo cui «questo riscoperto attivismo ha reso l'assemblea il luogo deputato non tanto alla discussione fra i soci ed alla formazione di un comune convincimento, quanto alla diffusione delle informazioni relative allo svolgimento dell'attività sociale e per il compimento di iniziative idonee a contendere il controllo su di essa».

⁽²⁴⁾ È apposto un termine decadenziale di novanta giorni, oltre che all'azione di impugnazione, come è sempre stato, anche alla domanda di risarcimento del danno cagionato al socio dalla non conformità delle deliberazioni alla legge o allo statuto; innovazione che confligge con i principi di diritto comune.

⁽²⁵⁾ G. VISENTINI, *Manuale di Diritto Commerciale*, vol. III, Padova, Cedam, 2012, pag. 293.

⁽²⁶⁾ *Ibidem*.

daci in carica e, pertanto, eludendo la portata inquirente dell'istituto (27).

Anche sul piano della risarcibilità del danno (2392 cod. civ.) cagionato (alla società, ma in sostanza ai soci proprietari) dall'azione negligente dell'amministratore in conflitto d'interessi, si attesta un brusco cambiamento di rotta. Il legislatore del '42, oltre a rendere responsabile civilmente l'amministratore per il danno eventualmente arrecato alla società, riconosceva anche rilevanza penale al comportamento sleale, in relazione a tutti i fatti di gestione a prescindere dalla dannosità del comportamento. La riforma del 2003 ha escluso la perseguibilità penale di tale condotta ed ha limitato la risarcibilità ai soli fatti di bilancio dell'anno (in corso), facendo ritenere che con l'approvazione del bilancio fosse compresa nell'ordine del giorno anche l'azione di responsabilità (indipendentemente da qualunque connessione con il bilancio stesso) (28).

L'esercizio dell'azione di responsabilità da parte della minoranza (2393-bis cod. civ.) è stato vincolato ad un requisito quantitativo, ossia una percentuale del capitale nominale a seconda del tipo di società. La novità (di per sé riduttiva) ha disatteso le aspettative di coloro che si aspettavano l'introduzione della *derivative* anche in Italia (29).

Nel caso in cui il socio riceva un danno direttamente al proprio patrimonio, si pongono questioni processuali circa l'azione individuale di risarcimento: soprattutto in compagini sociali molto estese, l'applicazione del litisconsorzio tra i soci in giudizio può rivelarsi opportuna, anche se non necessaria. In tal senso, sarebbe fondamentale l'introduzione della *class action* giacché garantirebbe una solida posizione processuale agli azionisti, data dall'aggregazione di medesimi interessi, assicurando contestualmente l'economia processuale dell'azione.

La riforma ha inciso anche sulle modalità di convocazione dell'assemblea da parte della minoranza (2367 cod. civ.), in adesione all'orientamento, prevalso in alcune pronunce di merito, per cui la richiesta è ammissibile soltanto se l'argomento proposto rientri nelle deliberazioni che l'assemblea può assumere secondo una competenza di legge o di statuto e non genericamente posta (30). Per l'effetto, l'esercizio del diritto della minoranza di-

(27) *Ivi*, pag. 412.

(28) *Ivi*, pag. 379, nt. 34.

(29) *Ivi*, pag. 383, cit. «Invero il principio di diritto comune rende il socio, come il creditore, titolare dell'azione surrogatoria, mezzo di tutela dei diritti di fronte all'inerzia del surrogato. Anzi, come abbiamo detto, il socio lamenta un danno diretto: soltanto formalmente titolare dell'azione di danno è la società, come titolare del patrimonio comune; poiché chi nei fatti riceve il danno è il socio».

(30) *Ivi*, pag. 267, cit. «Si crede invece che sarebbe opportuno dare la possibilità alle minoranze di chiedere la convocazione anche per verificare la gestione e formulare indirizzi, non vincolanti, all'amministrazione. Invece la riforma, nel distinguere rigidamente le competenze dei due organi, sembra confermare la lettura restrittiva».

viene privo di ogni consistenza, giacché la legge riserva all'iniziativa degli amministratori le competenze più importanti, lasciando alla minoranza competenze residuali ⁽³¹⁾.

In questo quadro normativo si inseriscono il *D.Lgs. 27/2010* ed il *D.Lgs. 91/2012* ⁽³²⁾, i quali hanno il merito di aver semplificato il voto per delega, abolendo i requisiti quantitativi e qualitativi, oltre ad aver previsto l'ipotesi derogatoria di più rappresentanti di un unico socio, così garantendo una piena legittimazione al diritto di essere rappresentati in assemblea, ed alleggerendo le barriere di protezione dell'azionista/delegante, nondimeno, a suo vantaggio. Viceversa, hanno fortemente rinforzato i diritti relativi all'ordine del giorno, con la previsione del diritto di integrare l'o.d.g., distinto dal diritto di presentare proposte di delibera, e del diritto di proporre domande prima dell'assemblea, concretizzando la funzione partecipativa ed informativa dell'assemblea ⁽³³⁾.

Nonostante lo straordinario aumento della partecipazione assembleare ⁽³⁴⁾, non si ritiene che la posizione dell'azionista nel nostro mercato finanziario sia mutata, rimanendo quindi ferma alla visione del legislatore del 2003, giacché le innovazioni introdotte incidono su questioni particolari e settoriali, senza offrire sistematicità all'assetto complessivo ⁽³⁵⁾.

⁽³¹⁾ *Ivi*, pag. 269, nt. 11, cit. «*La convocazione su richiesta della minoranza non si è rivelata uno strumento di protezione particolarmente efficace: per le maggiori società è ingombrante; è stato impiegato soprattutto nelle società familiari, dove invece ha svolto una sua utile funzione, oggi praticamente eliminata*».

⁽³²⁾ A. BUSANI, *Più partecipazione all'assemblea delle società*, in *Soc.*, 4, 2010, pag. 401; con il recepimento della direttiva, secondo l'Autore, il legislatore ha preso atto, da un lato, dell'avvenuta integrazione della finanza mondiale e, dall'altro, delle potenzialità informative derivanti dall'utilizzo della rete internet.

⁽³³⁾ Anche il relatore della VI Commissione della Camera dei Deputati, l'On. Fogliardi, illustrando la proposta di parere favorevole allo schema di *decreto legislativo recante disposizioni integrative e correttive del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 27, di attuazione della direttiva 2007/36/CE, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate* ha sottolineato come le modifiche apportate dal provvedimento vadano nel senso di eliminare dubbi interpretativi e fornire un quadro normativo in materia più chiaro e snello, nonché a ridurre oneri burocratici non necessari per i soggetti interessati.

⁽³⁴⁾ Evidenza, questa, riscontrabile da un confronto tra studi empirici precedenti (C. BELLAVITE PELLEGRINI, *Corporate Governance e assemblea delle società quotate in Italia: un'indagine empirica*, in *Riv. soc.*, 2006, pag. 401) e successivi (GEORGESON, *Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze*, 2013) all'attuazione della direttiva 2007/36/CE.

⁽³⁵⁾ Una critica mossa al legislatore europeo, sostenuta da M. EREDE e G. SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Riv. Soc.*, 5, 2013, ed alla quale ci si associa pienamente, consiste nel fatto che tutta la nuova disciplina sembra essere orientata a favore l'attivismo di certi azionisti (investitori istituzionali esteri) e non altri. Con l'effetto di incentivare la professionalizzazione e l'esternalizzazione della *governance* tramite il voto per delega, anziché rendere obbligatorio il voto telematico e/o per corrispondenza

Parte seconda: Esegesi normativa.

3. *Il diritto di intervento in assemblea ed esercizio del voto.* – Tra le più importanti novità in tema di diritti degli azionisti di società quotate, disciplinata dal nuovo art. 83-sexies, comma 2, Tuf⁽³⁶⁾ vi è, certamente, la *record date*⁽³⁷⁾.

Per le società quotate le cui azioni siano *ammesse alla gestione accentrata*, grazie al recente intervento del legislatore⁽³⁸⁾, non è più possibile richiedere il preventivo deposito dei titoli azionari; mentre per le società chiuse vige il regime di cui all'art. 2370, comma 1, cod. civ., che, non prevedendo più l'onere di deposito dei titoli azionari ai fini dell'intervento in assemblea, ha lasciato agli statuti delle singole società la possibilità di richiederlo, indicando i termini e l'eventuale blocco dei titoli ad esso conseguente, ovvero la previsione che le azioni non possano essere ritirate prima che l'assemblea abbia avuto luogo.

Ai sensi dell'art. 83-sexies, comma 1, Tuf, infatti, la legittimazione all'intervento in assemblea è attestata da una comunicazione all'emittente effettuata dall'intermediario in conformità alle proprie scritture contabili, in favore del *soggetto a cui spetta il diritto di voto* ed eseguita in base alle evidenze relative al termine della giornata contabile dal *settimo giorno di mercato aperto* precedente la data fissata per l'assemblea in prima o unica con-

che avrebbe permesso un diretto interessamento degli azionisti, e non invece degli intermediari e degli ausiliari. Rischio, questo, che tende a ledere la parità di trattamento degli azionisti; Cfr. C. ANGELICI, *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. Comm.*, I, 1987, pagg. 1-22.

⁽³⁶⁾ Come si evince dalla *Relazione illustrativa del Senato della Repubblica al D.Lgs. 91/2012*, il legislatore non ha ritenuto opportuno, in sede di correttivo, apportare modifiche al testo vigente, se non nel senso di prevedere esplicitamente che la disciplina della legittimazione all'intervento in assemblea prevista per l'assemblea degli azionisti, quando le azioni sono *ammesse al sistema di gestione accentrata*, è estesa alle assemblee dei portatori di altri strumenti finanziari, se *ammessi al sistema di gestione accentrata*.

⁽³⁷⁾ R. SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della Direttiva azionisti*, in *Giur. comm.*, I, 2012, pagg. 31 e segg.

⁽³⁸⁾ In questo senso anche la recente *Cassazione civ.*, sez. I, 12 dicembre 2012, n. 22763 secondo cui «nella società per azioni quotata in borsa, i cui titoli azionari siano stati immessi nel sistema di deposito accentrato, il diritto del socio di intervenire e votare in assemblea non presuppone in via assoluta il deposito presso la sede sociale, nei cinque giorni precedenti l'adunanza, della certificazione del depositario recante l'indicazione del diritto sociale esercitabile, essendo sufficiente, qualora non vi sia una diversa disposizione statutaria, che tale certificazione sia esibita dall'interessato in assemblea, ancorché essa si tenga in seconda convocazione, poiché la "ratio" dell'onere di preventivo deposito cartolare – sancito dall'art. 2370 cod. civ. e dall'art. 4 della legge n. 1745 del 1962 per assicurare alla società un tempo sufficiente alla verifica dei titoli di partecipazione – non si estende alle azioni "dematerializzate", per le quali la verifica è affidata al depositario certificante ex art. 85 del D.Lgs. n. 58 del 1998».

vocazione⁽³⁹⁾. Tale scelta è stata del tutto discrezionale; in Francia, ad esempio, sono solo *tre giorni di mercato aperto*, riducendo notevolmente le problematiche inerenti alla scissione della titolarità dal voto (di cui si riferirà anche *infra* § 6.1).

Dunque, l'elenco dei soggetti legittimati al voto si cristallizza ad una data fissa anteriore all'assemblea. Va precisato come le eventuali negoziazioni e le conseguenti registrazioni in conto successive alla *record date* non rilevino ai fini della legittimazione.

Nella prassi le convocazioni successive alla prima possono essere svariare⁽⁴⁰⁾ ed anche svolgersi in un lasso temporale non breve, durante il quale può accadere che il socio liberamente trasferisca i titoli. Di qui il dibattito circa la spettanza del diritto d'intervento e del diritto di voto. Infatti, qualora il legittimato alla *record date* venda i titoli prima dell'assemblea, egli sarà ancora legittimato all'intervento e al voto. Parimenti, l'acquirente non è (ancora) legittimato, non avendo acquistato in tempo utile. Parteciperà dunque all'assemblea un soggetto che potenzialmente non ha più interesse, mentre resterà fuori chi, di siffatto interesse, è titolare. Paradossalmente si può assistere all'ipotesi che l'interesse di cui è portatore il legittimato in assemblea, avendo già venduto i titoli della società, sia confliggente con quello di chi li ha appena acquistati.

L'istituto, derogando al principio dell'inscindibilità del titolo azionario, dà luogo ad una vera e propria scissione dei diritti dell'azione, separando quelli patrimoniali da quelli amministrativi. L'effetto della *record date* (peraltro saldamente evidenziato nella direttiva) è, pertanto, la conservazione della possibilità di esercitare il voto in capo a colui che abbia ceduto le azioni dopo la data di registrazione, il quale potrebbe non avere più alcuno interesse nella vita della società⁽⁴¹⁾.

⁽³⁹⁾ Per un confronto con la precedente disciplina, v. R. SACCHI, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. - Profili procedurali*, in *Tratt. delle soc. per az.*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. III, tomo I, Torino, Utet Giuridica, 1994, pagg. 162 e segg. e P. MARCHETTI, *Intervento in assemblea*, in *Contratto e impresa*, 1, 1986, pagg. 989 e segg.

⁽⁴⁰⁾ La comunicazione va compiuta con riferimento alla prima convocazione dell'assemblea sempre che le date delle eventuali convocazioni successive siano indicate nell'unico avviso di convocazione, in caso contrario a norma dell'ultima parte del comma 2 (introdotta con il D.Lgs. 91/2012) si ha riguardo alla data di ciascuna convocazione. Sul punto v. anche R. LENER, *Legittimazione all'intervento in assemblea, record date ed esercizio del diritto di voto dopo la SHRD. Appunti introduttivi*, in *Relazione al Convegno Georgeson - LUISS Ceradi*, Roma, LUISS Guido Carli, 6 maggio 2010, nel senso che nell'ipotesi in cui le date delle eventuali convocazioni successive siano indicate nell'unico avviso di convocazione, la legittimazione si trasferisce nel momento in cui l'acquirente degli strumenti finanziari ottiene la registrazione a suo nome dell'avvenuto regolamento dell'operazione; la conclusione del contratto, ne consegue, non è immediatamente traslativa (della legittimazione all'esercizio) del diritto.

⁽⁴¹⁾ Da taluna parte della dottrina definito come *empty voting*; tra i tanti HENRY T.C.

Tale nuovo sistema porta a chiedersi se sussistano gli estremi per delle negoziazioni legittime o se si debba parlare di fenomeni di *incetta di voto* ⁽⁴²⁾. Potrebbe svilupparsi un mercato dei diritti di voto a ridosso della *record date* soprattutto da parte degli investitori che siano disinteressati al voto o che abbiano un interesse minore rispetto a quello della controparte e che, dunque, maturino la volontà di cedere le proprie azioni nei giorni immediatamente precedenti la *record date*, così da percepire un prezzo che incorpori il valore del diritto di voto e riacquistarle dopo la suddetta data ad un prezzo che, non incorporando più tale *plus*, consenta di riacquistare la medesima quantità ad un prezzo inferiore.

Le risultanze circa la direzione assunta dal movimento del prezzo delle azioni a ridosso della *record date* non hanno peraltro condotto gli studiosi a concludere che i connessi fenomeni di trasferimento dei diritti di voto siano «condizionati» dalla volontà di determinare un particolare esito dell'assemblea: taluni tendono piuttosto a ritenere che le negoziazioni a ridosso della data di registrazione diano luogo ad aggregazioni di diritti di voto presso soggetti dotati di maggiori informazioni o di maggiore capacità di analisi e dati informativi disponibili. Tuttavia, non può negarsi la potenzialità abusiva di tali pratiche.

Occorrerebbe, dunque, individuare quali rimedi, sotto un profilo strettamente giuridico, possano essere esperiti per selezionare le condotte abusive, senza impedire le libere e consapevoli negoziazioni dei diritti di voto, in grado di temperare gli effetti della scissione tra la titolarità dell'azione e l'esercizio del voto.

Per ciò che attiene il nuovo acquirente, il legislatore ha disciplinato sia il problema dell'impugnazione della delibera, sia del recesso. Quanto al primo, l'art. 127-*bis* Tuf statuisce come colui a favore del quale sia effettuata la registrazione delle azioni successivamente alla *record date* è considerato assente dall'assemblea, ai fini dell'impugnazione *ex art.* 2377 cod. civ. Allo stesso modo, si considera non avere concorso alla deliberazione, ai fini del recesso *ex art.* 2473 cod. civ. Appare evidente come queste due finzioni siano state adottate dal legislatore per tutelare eventuali situazioni patologiche, seppure, non è detto che il soggetto acquirente vanti un possesso azionario qualificato ai fini dell'impugnazione (ed in tal caso avrà diritto al

HU e B. BLACK, *Empty voting and Hidden Ownership: Taxonomy, Implications and Reforms*, in *Business Lawyer*, 2006, pag. 1011.

⁽⁴²⁾ M. GARGANTINI, *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti*, commento all'art. 83 *sexies* del D.Lgs. 58/98, in *Le Nuove leggi commentate*, Padova, Cedam, 2011, pagg. 624-656, a parere del quale il diritto di voto non è valutato e ponderato allo stesso modo da tutti gli azionisti: a parità di altre condizioni, il valore assegnato a tale diritto dipende, ad esempio, dalla dimensione della partecipazione azionaria, e, dunque, sarà maggiore per l'azionista che si trovi a detenere azioni in numero di poco inferiore alla soglia sufficiente ad influenzare la votazione.

solo risarcimento dei danni) o che, per curare una situazione viziata, abbia interesse ad uscire dalla compagine sociale.

Alcuni autori⁽⁴³⁾ ritengono come, l'eventuale posizione conflittuale del socio alienante, possa essere risolta con l'art. 2373 cod. civ. Ma tale disciplina difficilmente potrebbe essere applicata ad eventuali fenomeni patologici dell'utilizzo della *record date*, quando a dover essere tutelato è l'interesse dell'acquirente. La deliberazione approvata con il voto determinante di soci che abbiano, per conto proprio o di terzi, un interesse in conflitto con quello della società, è impugnabile, infatti, laddove essa possa recare danno alla stessa.

Un utilizzo improprio della *record date* non necessariamente dà luogo ad un evento lesivo per la società, anzi, molto spesso essa potrebbe rimanere estranea; piuttosto a dover essere tutelato è il nuovo acquirente, e la norma *de qua* in quest'ultimo caso difficilmente potrebbe conoscere attuazione, non sussistendo la *condicio* (il danno, anche solo potenziale per la società) che il dettato normativo richiede.

Pertanto, all'acquirente permane, nei soli casi in cui la delibera possa dar luogo ad una violazione di legge e statuto, lo strumento dell'impugnazione della delibera assembleare ai sensi dell'art. 2377 cod. civ. e, laddove non raggiunto il *quorum* per impugnare, il risarcimento dei danni, seppure nei termini ristretti di cui alla norma.

In ogni caso, la problematica dell'inscindibilità della titolarità dal voto è di vecchia data ed, in realtà, di difficile soluzione. Già si poneva nei casi in cui si stipulavano contratti di finanziamento, ad esempio il mutuo a breve termine, ovvero altre forme come il contratto di riporto, per l'acquisto di titoli azionari a ridosso dell'assemblea, con lo scopo di ottenere la maggioranza dei voti, salvo poi venderli e ripagare il debito contratto nei giorni immediatamente successivi. Trattandosi, quindi, di un lacuna di sistema come tale dovrà essere trattata con gli strumenti propri del diritto comune.

3.1. *Segue: il voto per corrispondenza o in via elettronica. Partecipazione con mezzi elettronici.* – L'art. 2370, comma 4, cod. civ., già riformato nel 2003, rappresenta il primo punto di rottura della dialettica assembleare tradizionalmente intesa, giacché la nuova formulazione garantisce a tutte le società l'opzione del voto espresso, oltre che *per corrispondenza*, anche *in via elettronica* (44). Nelle società quotate la materia è disciplinata, su rinvio

(43) *Ex multis*, R. LENER, *op. cit.* e M. GARGANTINI, *op. cit.*

(44) Cfr. G. GRIPPO e C. BOLOGNESI, *L'assemblea nelle società per azioni*, in *Tratt. di Dir. priv.*, diretto da P. Rescigno, vol. XVI, tomo III, Torino, Utet Giuridica, 2011, pagg. 92-97 e A. STELLA RICHTER, *op. cit.* in cui è sostenuto che l'espressione del voto in via elettronica poteva essere ricompresa in quella per corrispondenza, cambiando unicamente lo stru-

dell'art. 127 Tuf, dal *Regolamento Emittenti Consob* agli artt. 140-143-ter⁽⁴⁵⁾.

L'esercizio del diritto di voto *per corrispondenza* o *in via elettronica* (fattispecie, quest'ultima, regolata dall'art. 143-ter) prescinde dalla presenza fisica dell'azionista o di un rappresentante dello stesso (voto *in absentia*).

Tuttavia, mentre a norma dell'art. 141 il *voto per corrispondenza* deve essere esercitato direttamente dal titolare separatamente per ciascuna delle proposte di deliberazione⁽⁴⁶⁾ entro il giorno precedente all'assemblea, quello espresso *mediante mezzi elettronici* può pervenire anche durante lo svolgimento dalla stessa, con la differenza che se pervenuto successivamente all'apertura della riunione non sarà computato nel *quorum* costitutivo.

Le schede di *voto per corrispondenza* pervenute oltre i termini previsti non sono prese in considerazione ai fini della costituzione dell'assemblea né ai fini della votazione; mentre in caso di mancata espressione del voto su una deliberazione, le azioni sono comunque computate ai fini della regolare costituzione dell'assemblea, ma non ai fini del calcolo della maggioranza e della quota di capitale richiesta per l'approvazione delle delibere.

Cosa ben diversa è la *partecipazione con mezzi elettronici*, che lo statuto *ex art. 143-bis* può prevedere attraverso la trasmissione in tempo reale ad una via, ovvero tramite l'intervento in assemblea in tempo reale a due vie⁽⁴⁷⁾. Nel primo caso, la diffusione del segnale, che avviene per mezzo di una pagina internet ad accesso riservato, è strumento meramente informativo non finalizzato ad assicurare il contributo del socio ai lavori, che dunque resta assente dall'adunanza (fuori dal *quorum* costitutivo); nel secondo, l'intervento in assemblea, che presuppone la comunicazione a due vie, è idoneo a permettere la partecipazione attiva ai lavori medesimi garan-

mento di comunicazione (da postale cartaceo a telematico) e non anche la modalità di espressione.

⁽⁴⁵⁾ G. CAMPUS, *Intervento e informazione nelle assemblee on line di società quotate tra legislazione nazionale e comunitaria*, in *Riv. dir. soc.*, 1, 2010, pagg. 457 e segg.

⁽⁴⁶⁾ Gli emittenti che consentono l'esercizio del voto per corrispondenza possono condizionarlo unicamente alla sussistenza di requisiti per l'identificazione dei soggetti a cui spetta il diritto di voto e devono provvedere a pubblicare la scheda di voto sul proprio sito internet ai sensi dell'art. 125-*quater* Tuf. Il voto per corrispondenza è esercitato, secondo le modalità indicate nell'avviso di convocazione, mediante l'invio di una scheda di voto, contenente l'indicazione dell'emittente, degli estremi della riunione assembleare, delle generalità del titolare del diritto di voto con la specificazione del numero di azioni possedute e delle proposte di deliberazione, l'espressione del voto, la data e la sottoscrizione.

⁽⁴⁷⁾ V. A. BERTOLOTTI e M. SPIOTTA, *Assemblea e amministratori*, a cura di G. Cavalli, Torino, Utet Giuridica, 2013, cap. III, par. 1.2.

do al socio di essere computato sia nel *quorum* costitutivo che in quello deliberativo.

Al massimo, ai partecipanti non intervenienti potrà essere consentito contestualmente alla trasmissione in tempo reale ad una via il *voto in via elettronica*, senza però che questo influisca sul *quorum* costitutivo, non concorrendo essi a comporre il «capitale rappresentato in assemblea»; dovrà essere unicamente tenuta in considerazione la loro dichiarazione ai fini di quello deliberativo.

Pur non essendo questa la sede per disquisire circa la assai discutibile collocazione gerarchica della norma, si potrebbe offrire un'interpretazione nel senso che è *presente* chiunque possa seguire in tempo reale i lavori assembleari e possa quindi votare alla luce del dibattito svoltosi; *assente*, ma conteggiato tra i presenti ai sensi dell'art. 2370, comma 4, secondo periodo, cod. civ., chi esprima la propria dichiarazione di voto, prima o durante l'assemblea, senza aver seguito il dibattito svoltosi ⁽⁴⁸⁾.

L'assemblea tenutasi attraverso mezzi elettronici (dal voto alla partecipazione, sino alla verbalizzazione con atto notarile informatico) non è ancora una realtà. La maggior parte dei regolamenti di assemblea delle società quotate in Italia la escludono; probabilmente la situazione muterebbe se gli investitori istituzionali esteri, facessero pressione per l'introduzione di un'adeguata regolamentazione statutaria e regolamentare. Il ruolo accademico, ad ogni modo, impone lo studio e l'interpretazione di tali istituti nel giusto equilibrio tra i processi elettronici ed i principi che sorreggono l'architettura assembleare ⁽⁴⁹⁾.

4. *La rappresentanza in assemblea.* – La facoltà di attribuire ad altri il potere di intervenire in assemblea ed esercitare il diritto di voto ⁽⁵⁰⁾ è disciplinata in ragione del bilanciamento dell'interesse del socio a partecipare alla formazione della volontà sociale e quello della società a che un tale strumento di democrazia societaria non sia distorto verso finalità abusive ⁽⁵¹⁾. Il D.Lgs. 27/2010 (e, poi, il correttivo) hanno apportato importanti

⁽⁴⁸⁾ Cfr. M. CIAN, *L'intervento e il voto elettronico nelle assemblee di s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 6, 2011, pag. 1072, cit.

⁽⁴⁹⁾ C. SANDEI, *Organizzazione societaria e information technology. Semplificazione procedimentale e certezza dei rapporti giuridici*, Padova, Cleup, 2010.

⁽⁵⁰⁾ Tra i tanti v. S. LUONI, *Osservazioni in tema di delega a partecipare all'assemblea di società di capitali*, in *Giur. it.*, 2008, pagg. 12 e segg.; G. GRIPPO, *La delega di voto, ramo d'oro del potere. Profili di corporate governance*, in *Giur. it.*, 2000, pagg. 12 e segg.; F. GIORGIANNI, *In tema di rappresentanza del socio in assemblea*, in *Riv. dir. comm.*, 1966, pagg. 395-412 e F. MESSINEO, *L'esercizio del diritto di voto afferente ad azioni altrui*, in *Riv. soc.*, 1956, pagg. 205 e segg.

⁽⁵¹⁾ V. C. PASQUARIELLO, *Commento all'art. 2372 cod. civ.*, in *Le nuove Leggi civili commentate*, Padova, Cedam, 2011, pagg. 586-587; G.D. Mosco, *Le deleghe assembleari nella*

modifiche alla rappresentanza in assemblea sia nel codice civile sia nel Tuf, così da garantire un ampio utilizzo nella prassi dei poteri rappresentativi, che di per sé non garantiscono una migliore protezione dell'interesse economico del socio ⁽⁵²⁾.

Con il nuovo art. 135-*decies* Tuf si assiste ad un rovesciamento dell'atteggiamento del legislatore che imponeva un divieto assoluto di rappresentanza per chi versasse in conflitto di interessi ⁽⁵³⁾, mentre oggi assicura una legittimazione piena al voto, purché vi sia una adeguata *disclosure* della situazione di potenziale conflittualità ed una contestuale indicazione di voto ⁽⁵⁴⁾. In particolare, l'obbligo di informativa viene atteso dal rappresentante trasmettendo una comunicazione scritta al socio ove trovino puntuale indicazione le circostanze che determinano il predetto conflitto ⁽⁵⁵⁾.

La norma identifica alcuni casi in cui il conflitto è presunto ⁽⁵⁶⁾ ed, in ogni modo, chiude con una clausola generale, tesa a rintracciare il conflitto di interessi ogni volta che il rappresentante sia legato da rapporti patrimoniali che possano comprometterne l'indipendenza. L'elenco fornito dal legislatore è certamente significativo per la sua portata precettiva, deputato a sostituire la disciplina dei limiti soggettivi al conferimento di deleghe stabi-

società per azioni, in *Quaderni di Giurisprudenza commerciale*, Milano, Giuffrè, 2000, pagg. 1-183 e S. GATTI, *La rappresentanza del socio nell'assemblea*, Milano, Giuffrè, 1975. La preoccupazione era già chiara negli '50 quando, nei contratti di deposito dei titoli, le banche intermediarie inserivano clausole sulla delega del voto a loro favore; in questo senso, A. GRAZIANI, *Possono le banche rappresentare gli azionisti nelle assemblee delle società?*, in *Banca borsa tit. credito*, 1, 1956, pagg. 52-56 e F. VELLA, *Limiti alla rappresentanza azionaria e rapporto banca e impresa*, in *Banca impresa e soc.*, 3, 1994, pagg. 311 e segg.

⁽⁵²⁾ A detta di R. SACCHI, *La riforma delle società quotate*, in AA.VV., *Sollecitazione e raccolta delle deleghe di voto*, Milano, Giuffrè, 1998, pag. 83, l'esame della disciplina delle deleghe di voto costituisce un eccellente osservatorio per individuare quali siano le scelte strategiche compiute dall'ordinamento in tema di tutela delle minoranze azionarie nelle società quotate.

⁽⁵³⁾ N. MICHELI, *La rappresentanza azionaria secondo il decreto attuativo della Direttiva Soci*, in *Banca impresa e soc.*, 2, 2012, pagg. 257 e segg.

⁽⁵⁴⁾ Cfr. N. RONDINONE, *Norme sulle azioni di responsabilità alternative contro gli amministratori di s.p.a. e in tema di deleghe di voto*, in *Tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario*, Torino, Giappichelli, 2008 e G. CASSANO, *L'apparenza del diritto fra dottrina e giurisprudenza: la rappresentanza apparente*, *I Contratti*, 1, 2003, pagg. 72 e segg.

⁽⁵⁵⁾ Circa il potere del socio di ispezione delle deleghe si richiama F. BARACHINI, *In tema di diritto di ispezione del socio sulle deleghe assembleari*, in *Banca borsa tit. credito*, 2, 2003, pagg. 125 e segg.

⁽⁵⁶⁾ Ad esempio quando il rappresentante sia dipendente, amministratore della società, ovvero la controlli, ne sia controllato o sia sottoposto a comune controllo con essa, sia collegato alla società o eserciti su di essa un'influenza notevole; ovvero sia coniuge, parente o affine entro il quarto grado di un soggetto che controlli la società o ne sia controllato, sottoposto a comune controllo ovvero collegato alla società od in grado di esercitare un'influenza notevole.

lite dal comma 5 dell'art. 2372 cod. civ. Tuttavia, vi è da chiedersi se tale tipizzazione è chiamata a costituire un *numerus clausus* o una mera esemplificazione senza pretesa di esaustività.

È incerto se in tale novero vi rientri l'ipotesi in cui l'azionista dipendente dell'emittente intervenga in assemblea, quale delegato di un'associazione di azionisti, ed esprima un voto in nome e per conto degli aderenti che hanno conferito delega. Infatti, o si esclude il conflitto d'interessi poiché interveniente in qualità di delegato dall'associazione, o sarà necessario un intervento legislativo sul punto al fine di non rendere eccessivamente gravosa la raccolta deleghe da parte delle associazioni degli azionisti dipendenti.

I limiti di delega di cui all'art. 2372 cod. civ. non operano più nelle società quotate⁽⁵⁷⁾; la ragione deve essere rintracciata proprio nell'*intentio legis* di attuare la SHRD. Perché, se per le società chiuse una tale limitazione si spiega presumibilmente in ragione del minimo assenteismo che caratterizza le realtà imprenditoriali più ristrette, nelle società quotate, invece, il legislatore ha dato prevalenza all'interesse alla rappresentanza in assemblea piuttosto che all'obiettivo di scongiurare il pericolo dell'incetta di deleghe, in ottemperanza alle prescrizioni del legislatore comunitario che disponevano l'abrogazione di norme nazionali che limitassero o consentissero alla società di limitare l'idoneità di persone designate come rappresentanti (art. 1, par. 2).

Sempre l'art. 2372, comma 1, cod. civ. dispone che a conferire il potere rappresentativo non siano più i *soci*, bensì *coloro ai quali spetta il diritto di voto in assemblea*, aprendo definitivamente così anche all'usufruttuario, al creditore pignoratizio, al riportatore, al custode sequestratario, ai titolari di strumenti finanziari ai sensi e per gli effetti dell'ult. comma dell'art. 2351 cod. civ., nonché al rappresentante comune dei comproprietari dell'azione di cui all'art. 2347 cod. civ.

Il voto per delega assume, quindi, la natura di vero e proprio diritto, tanto che nelle società quotate non può essere escluso neppure con clausola statutaria.

L'art. 135-*novies* Tuf, oltretutto, riconosce il principio dell'unicità del rappresentante⁽⁵⁸⁾. Questa presa di posizione così netta del legislatore non

⁽⁵⁷⁾ M. BIANCA, *Luci ed ombre nella nuova disciplina della rappresentanza assembleare*, in *Riv. soc.*, 5, 2004, pagg. 1197 e segg.

⁽⁵⁸⁾ Sulla necessità (o meno) di indicare il nome del rappresentante del socio nel verbale di assemblea di s.p.a., v. S. GINEVRI, *Sulla necessità di indicare il nome del rappresentante del socio nel verbale di assemblea di s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 4, 2009, pagg. 719 e segg.; mentre in ossequio all'esercizio del potere di verifica delle deleghe in assemblea da parte del presidente, v. C. ROSSI CHAUVENET, *Contrasti in tema di requisiti della delega in assemblea e verifica della legittimazione dei presenti*, in *Corr. Giur.*, 9, 2007, pagg. 1299 e segg.

è comprensibile, anche perché non si estende alle società chiuse; non vi sono motivi di ordine pubblico tali da indurre ad una drastica chiusura, anzi sussistono numerosi ragioni privatistiche a sostegno del contrario. Invero, la SHRD ha lasciato piena autonomia agli Stati membri, chiarendo solamente come essi possano, e non debbano, limitare il numero di rappresentanti (art. 10, par. 2) ⁽⁵⁹⁾.

Una spiegazione è che il legislatore impedendo la nomina di più rappresentanti, salvo nei casi derogatori (anch'essi incomprensibili se non letti in una visione esclusivamente tecnicista), abbia voluto evitare il voto divergente, ben altra cosa rispetto alla pluralità di rappresentanti e, comunque, attinente alla dichiarazione di voto e non all'esercizio. Tant'è che potrebbe ricorrere anche quando sia lo stesso azionista ad essere fisicamente presente ⁽⁶⁰⁾.

Come anticipato, sono due le deroghe in ragione della operatività del regime di dematerializzazione: la prima (prevista dalla direttiva), nell'eventualità in cui, nei sistemi di gestione accentrata, allo stesso soggetto siano intestati più conti distinti e separati presso ogni singolo intermediario (peraltro obbligato a stilare e comunicare all'emittente un'attestazione sulla base delle risultanze delle proprie scritture contabili), prevede che per ciascuno di essi possa essere nominato un diverso rappresentante; mentre la seconda ricorre qualora il soggetto indicato dalla comunicazione (83-*sexies* Tuf) agisca anche mediante intestazioni fiduciarie ⁽⁶¹⁾, potendo indicare

⁽⁵⁹⁾ A. BLANDINI, *L'intervento e la rappresentanza in assemblea e l'art. 10 della Direttiva 2007/36/CE: Prime considerazioni e proposte*, in *Soc.*, 4, 2009, pagg. 511 e segg.

⁽⁶⁰⁾ È chiaro che le associazioni di azionisti non rischiano in nessun modo di cadere nel divieto di voto divergente, nel senso così inteso.

⁽⁶¹⁾ Non presenta profili di illegittimità e non costituisce ipotesi di voto divergente quello espresso da una società fiduciaria che per conto di un socio e contestualmente dichiara di non partecipare alla votazione con riguardo alla quota intestata da altro socio; Cfr., *ex multis*, Tribunale Milano, 19 novembre 2001: nel caso di specie, tutti i soci di una S.r.l. avevano intestato ad una medesima società fiduciaria le proprie quote sociali. Successivamente all'approvazione di una delibera di nomina del nuovo amministratore unico e di fissazione del relativo compenso, la socia di minoranza revocava il mandato fiduciario ed impugnava la detta deliberazione. Il Tribunale, premessa la legittimazione all'impugnazione dell'attrice (previa riconduzione del mandato conferito alla fiduciaria entro lo schema della fiducia di tipo germanistico), respinge le argomentazioni della società convenuta, secondo la quale l'intervento ed il voto della società fiduciaria doveva considerarsi avvenuto in relazione all'intero capitale sociale ad essa intestato, pena altrimenti la configurabilità di un illegittimo voto divergente. Dal verbale di assemblea risultava invero che la fiduciaria non era intervenuta e non aveva pertanto votato per la quota dell'attrice, la quale doveva conseguentemente considerarsi assente. «Data la natura del mandato fiduciario, che può essere conferito da ciascun socio indipendentemente dagli altri mediante instaurazione di tanti autonomi rapporti contrattuali con la società fiduciaria quanti sono i fiducianti», la questione relativa alla configurabilità di un voto c.d. «divergente» è risultata pertanto affatto pertinente, in quanto tale problematica «può porsi unicamente (ed è stata posta dalla giurisprudenza e dalla dottrina) in quei casi in

come rappresentanti i soggetti per conto dei quali esso agisce, ovvero uno o più terzi designati da tali soggetti.

L'importante novità mette in discussione il principio di unitarietà della partecipazione sociale⁽⁶²⁾, revocando in dubbio la possibilità del voto divergente da parte del medesimo socio. In dottrina si è dibattuto non tanto nel senso di escludere la possibilità della nomina di più rappresentanti, quanto piuttosto di evitare che in assemblea vengano assunti atteggiamenti diversi, se non addirittura antitetici, nell'espressione del voto.

Non si discute qui della oramai pacifica possibilità che il fiduciario di più soci possa votare per conto di uno a favore e per conto dell'altro contro la medesima delibera, ma del ben più problematico caso del socio che potrebbe votare, anche per mezzo di due rappresentanti diversi, con parte delle azioni a favore e con altra parte contro la medesima delibera. È ammissibile tale comportamento? Potrebbe il socio che ha votato a favore della delibera, impugnarla giacché in parte anche dissenziente? Tecnicamente può accadere, anche se contro queste condotte opportunistiche e scorrette sembrerebbe persistere il principio di buona fede⁽⁶³⁾ che dovrebbe guidare il giudice in casi del genere⁽⁶⁴⁾.

4.1. *Segue: la delega per mezzo di documento informatico ed il mandato per più assemblee.* – Il D.Lgs. 91/2012 ha sostituito l'art. 135-novies, comma 6, Tuf al fine di tener conto delle innovazioni apportate dal Codice del-

*cui lo stesso socio sia titolare di più quote del capitale sociale ed esprima in assemblea un voto diverso per ciascuna quota o gruppi di quote possedute». Nel caso di specie, invece, il voto espresso era «del tutto conforme alla natura del mandato fiduciario ricevuto da più soci ed in forza del quale doveva ottemperare alle istruzioni dei vari fiducianti, istruzioni che potevano essere diverse le une dalle altre, sicché la Fiduciaria poteva esprimere varie manifestazioni di voto a seconda delle istruzioni ricevute da ciascuno o non esprimere alcun voto ovvero intervenire in assemblea per alcuno e non intervenire per altri». Su questioni di ordine generale connesse all'intestazione fiduciaria dei titoli si rinvia a P.G. JAEGER, *La nuova disciplina della rappresentanza azionaria*, in *Giur. comm.*, I, 1974, pagg. 554-576 e, con opinione parzialmente differente, P. BONAZZA, *Società fiduciaria e rappresentanza organica*, in *Dir. fall.*, 1, I, 1991, pagg. 74 e segg.*

⁽⁶²⁾ Cfr. N. ABRIANI, S. AMBROSINI, P. MONTALENTI e O. CAGNASSO, *Le società per azioni*, in *Tratt. di dir. comm.*, diretto da G. Cottino, vol. IV, tomo I, 2010 e L. MENGONI, *La divisione del pacchetto di maggioranza fra gli eredi dell'azionista*, in *Riv. soc.*, 1959, pag. 428.

⁽⁶³⁾ D'altra parte vi sono autori, come P.G. JAEGER, *Il voto divergente*, in *Tratt. delle soc. per az.*, a cura di G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. III, tomo I, Torino, Utet Giuridica, 1994, pagg. 459 e segg.; C. ANGELICI, *Le disposizioni generali sulla società per azioni*, in *Tratt. di dir. priv.*, diretto da P. Rescigno, vol. XVI, tomo II, Torino, Utet Giuridica, 1985, pag. 213; e G.F. CAMPOBASSO, *op. cit.*, pag. 196, che si sono espressi per la generale legittimità del voto divergente, richiedendo, però, che lo stesso trovi la propria giustificazione in ragioni oggettive, senza contrastare con i principi generali di correttezza e buona fede.

⁽⁶⁴⁾ Questo argomento è stato da me già trattato, seppur in maniera più coincisa, in G.N. ANTICHI, *Nelle assemblee societarie spunta il voto divergente*, in *Il Sole 24 Ore, Osservatorio Ceradi-Luiss*, 2 dicembre 2012, pag. 17.

l'amministrazione digitale (D.Lgs. 82/2005) in materia di documento informatico⁽⁶⁵⁾. La delega, pertanto, potrà essere conferita con documento informatico sottoscritto con firma elettronica che, ai sensi dell'art. 21, comma 2, *c.d.a.*, assume efficacia di scrittura privata ai sensi dell'art. 2702 cod. civ.⁽⁶⁶⁾.

Al di là dell'evidente carattere innovativo della norma, si deve prendere atto che l'utilizzo del documento informatico quale mezzo per delegare è ancora irrilevante nel panorama finanziario italiano. Secondo gli addetti ai lavori sarebbe di gran lunga più efficace l'estensione applicativa dell'istituto della rappresentanza per più assemblee. Le norme vigenti non consentono, in generale, di delegare il voto oltre una singola assemblea con la conseguenza che il rappresentante (sia esso singolo, promotore, ovvero associazione di azionisti), che di volta in volta si fa rilasciare delega da ogni singolo azionista, riscontra gravi ostacoli sia per l'eccessiva onerosità sia per i lunghi tempi di raccolta. Peraltro, è stata introdotta (135-*novies*, comma 8, Tuf) la possibilità di conferire mandato per più assemblee in favore di alcuni intermediari (escluse, immotivatamente, le associazioni di azionisti); dunque, il problema, non meramente organizzativo quanto piuttosto concettuale, pare superato: sebbene molti concordino nel vietare il conferimento di un mandato generale in favore di singoli individui, onde evitare un progressivo abuso del voto altrui, sul punto si potrebbe ulteriormente dissentire, vista l'esperienza francese in cui non vi è alcun divieto in questo senso.

Se la *ratio* sottesa è la prevenzione di possibili abusi della maggioranza mediante incetta di deleghe⁽⁶⁷⁾, e non, all'opposto, l'ostacolo aprioristico alla procura generale in ambito di rappresentanza assembleare, rimane oscuro il motivo per cui nelle società chiuse sia ammessa, giacché sotto tale profilo non vi sono differenze con le società quotate; anzi, è in tali società che vi è maggiore pericolo d'incetta dato l'irrisorio grado di spersonalizzazione societaria.

4.2. *Segue: il rappresentante designato dalla società.* – La figura del rappresentante designato (135-*undecies* Tuf), assente nella SHRD, è stata prevista dal legislatore italiano allo scopo di facilitare l'espressione del voto

⁽⁶⁵⁾ Ministero dell'economia e delle finanze - Dipartimento del tesoro - Direzione IV - Ufficio VII, *Consultazione su un documento illustrativo di alcune misure integrative e correttive del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 27 di attuazione della direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, Roma, 13 febbraio 2012.

⁽⁶⁶⁾ Si potranno, come nel regime cartaceo, problemi legati alla conservazione delle deleghe di voto, già oggetto di analisi da parte di M. IANNUZZI, *Sulla durata dell'obbligo di conservazione delle deleghe di voto*, in *Riv. soc.*, 1973, pagg. 107-110.

⁽⁶⁷⁾ Consiglio Notarile di Milano - Commissione società, *Rappresentanza dei soci nelle assemblee di s.r.l. (art. 2479-bis, comma 2, cod. civ.)*, Massima n. 63, 22 novembre 2005.

per delega da parte dei soci. Le società, salvo clausola statutaria derogatoria, sono tenute a designare, per ciascuna assemblea, un soggetto incaricato di ricevere le deleghe ed ad indicarne l'identità nell'avviso di convocazione ai sensi dell'art. 125-bis, comma 4, n. 3, Tuf. Coloro ai quali spetta il diritto di voto possono conferire al rappresentante designato, entro *il secondo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea in prima o unica convocazione*, una delega con istruzioni di voto su tutte o alcune delle proposte all'ordine del giorno. La delega è conferita mediante la sottoscrizione di un modulo il cui contenuto minimo è disciplinato dalla Consob con il *Regolamento Emittenti*.

La previsione espressa delle istruzioni di voto sembra chiarire come, in sostanza, il rappresentante designato altro non sia che un *nuncius*, un mero collettore di deleghe, chiamato semplicemente a riferire una preferenza già maturata ed espressa su un modulo da colui che abbia diritto al voto. Peraltro, la delega ha effetto per le sole proposte in relazione alle quali siano conferite istruzioni di voto. In assenza di specifiche istruzioni da parte del rappresentato, pertanto, il voto espresso dal rappresentante, laddove determinante, è idoneo ad inficiare la delibera, impugnabile ai sensi dell'art. 2377 cod. civ.; conseguenza quest'ultima che sembra evincersi dallo stesso dettato normativo, che commina espressamente l'invalidità della delega in mancanza di istruzioni, un'inefficacia che non inerisce al solo rapporto tra rappresentante e rappresentato, bensì a fronte della esteriorizzazione del vincolo operata dalla norma che eleva la mancanza di istruzioni ad inefficacia della delega, essa concerne, piuttosto, la regolarità del procedimento assembleare.

Con il *D.Lgs. 91/2012* è stato chiarito, da una parte, che la scelta tra la designazione o meno di tale rappresentante spetta unicamente allo statuto, escludendosi la possibilità di demandare tale decisione all'organo amministrativo, e, dall'altra, che al soggetto designato come rappresentante non possono essere conferite deleghe, se non nel rispetto della disciplina sul conflitto di interessi di cui all'art. 135-*decies* Tuf, per la quale è escluso che il delegato possa discostarsi dalle istruzioni ricevute in forza dell'espressa inapplicabilità dell'art. 1711, comma 2, cod. civ., trattandosi di ipotesi già regolata nella normativa speciale che rende superfluo il riferimento al codice civile.

All'art. 134, comma 2, *Reg. Emit.*, infatti, la Consob è intervenuta riconoscendo al rappresentante designato la facoltà di esprimere ugualmente il voto in nome e per conto del rappresentato, ma discostandosi dalle istruzioni ricevute qualora sopravvengano circostanze di rilievo che non possano essere comunicate al delegante e qualora sia ragionevole ritenere che il delegante stesso avrebbe adottato la medesima decisione se le avesse conosciute, o, ancora, quando vengano modificate e/o integrate le proposte di deliberazione sottoposte all'assemblea. In altri termini, tale disposizione ha

riconosciuto la possibilità di discostarsi dalle istruzioni di voto conferite dal rappresentato, eccetto nell'ipotesi in cui a promuovere una richiesta di conferimento di deleghe sia la stessa emittente, verosimilmente perseguendo la necessità di preservare una tale situazione da condotte estorsive a danno dei soci.

Alla luce di quanto riportato vi è da chiedersi se il rappresentante designato dalla società, che si configura certamente come un soggetto vicino alla realtà societaria se non addirittura espressione della stessa e, dunque, con il rischio di condotte abusive e di conflitti in *nuce*, non meriti anch'esso la scelta che il regolatore ha adottato nell'ipotesi in cui a promuovere la sollecitazione sia la società emittente. Pertanto, la previsione adottata potrebbe dar luogo a forme di abuso che avrebbero potuto essere evitate adottando, per esempio, la soluzione che è stata accolta nel *voto per corrispondenza*, che avrebbe permesso all'azionista di poter modificare la propria proposta ma, al tempo stesso, che avrebbe escluso qualsiasi tipo di ingerenza o scelta discrezionale del rappresentante.

La norma regolamentare, sterilizzando completamente la portata restrittiva dei primi commi dell'art. 135-*undicies* Tuf, apre spazi interpretativi differenti della qualificazione giuridica del rappresentante allorché gli riconosce, in taluni casi, la possibilità di discostarsi da istruzioni di voto. Questa apertura da parte del regolatore potrebbe dar luogo a problematiche operative e ad abusi, soprattutto laddove il rappresentante designato, non conoscendo il rappresentato, né gli interessi che questi volesse tutelare, non ha a disposizione gli strumenti e le conoscenze necessarie per discernere quale sarebbe stato (in caso di eventi straordinari ovvero di modifiche e/o integrazione dell'o.d.g.) il volere del soggetto che egli sta rappresentando, o meglio, le cui istanze è chiamato a riportare in sede assembleare.

Si noti come nelle scorse stagioni assembleari, le poche società quotate che hanno messo a disposizione dei propri azionisti il modulo per il conferimento della delega al rappresentante designato (altrettanto esiguo è il numero di azionisti che lo ha realmente fatto), specificavano come, nel caso in cui si fossero verificate circostanze ignote ovvero in caso di modifica o integrazione delle proposte presentate all'assemblea, il rappresentante designato, pur non trovandosi in alcuna delle condizioni di conflitto di interessi previste nell'art. 135-*decies* Tuf, non avrebbe espresso un voto difforme da quello indicato nelle istruzioni di voto ricevute. Nel modulo, pertanto, non era prevista la possibilità di autorizzare il rappresentante designato a votare in modo difforme dalle istruzioni ricevute.

4.3. *Segue: la sollecitazione di deleghe.* – Precedentemente al D.Lgs. 27/2010, la sollecitazione delle deleghe doveva essere rivolta alla generalità degli azionisti ed era effettuata da un soggetto promotore, su incarico del

committente, mediante diffusione del prospetto e del modulo di delega. Il committente doveva possedere azioni in misura almeno pari all'1% del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto nella stessa. La Consob poteva stabilire percentuali inferiori per società a elevata capitalizzazione e ad azionariato particolarmente diffuso. Alle associazioni di azionisti era invece consentita la raccolta di deleghe tra i propri associati mediante diffusione di un modulo, seppure al di fuori della complessa procedura di sollecitazione.

Dall'entrata in vigore del *D.Lgs. 27/2010*, con il quale è stata radicalmente mutata la disciplina di cui alla sez. III (artt. 136-144) Tuf, si considera *sollecitazione* qualsiasi 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*. È stato eliminato il requisito del possesso azionario e, contrariamente, previsto che la sollecitazione venga effettuata direttamente dal promotore, mediante la diffusione di un prospetto e di un modulo di delega, senza bisogno di servirsi di un intermediario. Il voto relativo alle azioni per le quali è stata rilasciata la delega è esercitato direttamente dal promotore.

La sollecitazione di deleghe può essere anche rivolta alla raccolta di deleghe di voto che non aderiscano alle proposte o alle raccomandazioni espresse dal promotore nel prospetto⁽⁶⁸⁾. Si ritiene, infatti, che la possibilità per l'azionista di aderire alla sollecitazione, anche nel caso in cui non condivida tutte le proposte del promotore, possa incentivare il ricorso a tale strumento. È pertanto rimessa al promotore, salvo il caso in cui l'emittente si faccia promotrice di una sollecitazione (come si vedrà meglio di seguito), la scelta di accettare la sola raccolta di deleghe aderenti alle proprie proposte di voto (c.d. *one way proxy*), oppure di raccogliere anche le deleghe non adesive (c.d. *dual proxy*)⁽⁶⁹⁾.

Con il *D.Lgs. 91/2012* si assiste alla liberalizzazione della figura del promotore, di talché anche l'emittente può farsi promotrice di una sollecitazione delle deleghe. Quest'ipotesi, tuttavia, genera forti dubbi in ordine agli evidenti profili di conflitto d'interesse; se invero l'emittente si mobilita (con le proprie finanze) a promuovere una sollecitazione, questa necessariamente è svolta nell'interesse degli azionisti di maggioranza. L'effetto perverso di una disposizione di questo tenore porta a ritenere che, a prescindere dalle molteplici cautele a garanzia dell'azionista di minoranza sol-

⁽⁶⁸⁾ M. ATELLI, *Tutela della sfera privata e sollecitazione delle deleghe di voto*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, 2^a ed., tomo I, in *Tratt. dei contr.*, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, Torino, Utet Giuridica, 2011, pagg. 881-894.

⁽⁶⁹⁾ Cfr. E. RICCIARDIELLO, *La nuova disciplina in materia di sollecitazione delle deleghe di voto: inizia la stagione italiana dei proxy fights?*, in *Giur. comm.*, 1, 2012, pag. 151.

licitato⁽⁷⁰⁾, comunque l'impostazione sistematica è a suo sfavore, giacché non gli garantisce il supporto economico su cui basare una propria ed alternativa sollecitazione di deleghe, che, viceversa, gli azionisti di maggioranza si procurano per il tramite dell'emittente⁽⁷¹⁾.

La procedura della sollecitazione non si presenta più, dunque, come una possibile soluzione al difficile problema dell'assenteismo degli azionisti di minoranza dalla vita societaria, bensì come strumento deputato a favorire gli interessi del promotore al fine di raccogliere adesioni per una determinata scelta imprenditoriale.

Si osservi, inoltre, come la procedura di sollecitazione sia stata sensibilmente alleggerita degli oneri pubblicitari. L'obbligo di invio preventivo del prospetto alla Consob non è più richiesto ed il controllo dell'autorità di vigilanza, che prima si sostanzava in un controllo *ex ante* ed *ex post*, si colloca solo *ex post* su un prospetto già pubblicato. Tali agevolazioni, insieme al venir meno dell'obbligo di pubblicazione dell'avviso di avvio delle operazioni sulla stampa specializzata e sul sito internet, che diviene una facoltà rimessa alla decisione del promotore, rispondono all'*intentio* di rendere meno gravose e costose le procedure per il conferimento delle deleghe.

5. *Il diritto ad integrare l'ordine del giorno e di presentare nuove proposte di delibera.* – La Legge 28 dicembre 2005, n. 262 «Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari», ha introdotto l'art. 126-*bis* al Tuf prevedendo l'istituto dell'integrazione dell'ordine del giorno dell'assemblea da parte di una minoranza qualificata di soci. Il requisito quantitativo è stato fissato in un quarantesimo del capitale sociale, peraltro rimasto immutato successivamente al D.Lgs. 91/2012.

La domanda deve pervenire entro dieci giorni dalla pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea, ovvero entro cinque giorni nel caso di ripianamento perdite, nomina o revoca liquidatori e autorizzazione assembleare in materia di opa (termine che, al contrario, varia), ed indicare gli ulteriori argomenti proposti, esclusi quelli sui quali l'assemblea delibera a norma di legge su proposta degli amministratori. Di tali integrazioni viene data notizia, nelle stesse forme prescritte per la pubblicazione dell'avviso di convocazione, almeno dieci giorni prima dell'assemblea.

Il D.Lgs. n. 91/2012, pur integrando e modificando la stessa rubrica dell'articolo (che, oggi, recita così «Integrazione dell'ordine del giorno del-

⁽⁷⁰⁾ Basti pensare ai limiti entro i quali il promotore/emittente può esprimere il voto delegato: non può votare in modo difforme rispetto alle istruzioni ricevute (138, comma 4, Reg. Emit.) e deve accettare anche istruzioni di voto non conformi alle proprie proposte (138, comma 2, Reg. Emit.).

⁽⁷¹⁾ S. BRUNO, *Ruolo dell'assemblea di s.p.a. nella corporate governance*, Collana di Studi Luiss, 24, Padova, Cedam, 2012, pagg. 211-212;

l'assemblea e presentazione di nuove proposte di delibera»), non ha fatto altro che precisare e distinguere le due fattispecie (l'integrazione e la presentazione) che, assieme alla convocazione dell'assemblea, preesistevano (72). Già dal 2005, infatti, gli azionisti, che anche congiuntamente avessero rappresentato almeno un quarantesimo del capitale sociale, potevano convocare l'assemblea, integrare l'elenco delle materie all'ordine del giorno e presentare proposte di deliberazione su materie già all'ordine del giorno.

L'articolo, così novellato, prosegue sul piano procedurale stabilendo che le domande, unitamente alla certificazione attestante la titolarità della partecipazione, sono presentate per iscritto, anche per corrispondenza ovvero in via elettronica. Le forme di diffusione dell'integrazioni rimangono invariate rispetto al testo precedente e, pertanto, si riferiscono anche in questo caso alle forme prescritte per la pubblicazione dell'avviso di convocazione (sito internet, estratto sui giornali quotidiani, ovvero altra modalità prevista dalla Consob), fatta salva l'ipotesi in cui vengano messe a disposizione del pubblico presso la sede sociale (con rinvio all'art. 125-ter, comma 1).

L'unica novità, di per sé dirompente, che si presta a numerose critiche è la seguente: ai sensi dell'ultima parte del comma 1, *colui al quale spetta il diritto di voto* individualmente senza rispettare il termine di dieci giorni sopra richiamato, dunque direttamente in assemblea, può fare nuove proposte di delibera.

Pertanto, prima veniva data la possibilità ad un minoranza di poter porre all'attenzione dell'assemblea una questione imponendola come ordine del giorno, ora *colui al quale spetta il diritto di voto* individualmente, anche in assemblea, può avanzare proposte di delibera su temi già all'ordine del giorno, entrando nel merito della decisione e, così, interferendo con la sfera amministrativa dell'emittente. Astrattamente un singolo socio potrebbe prendere posizione in relazione, ad esempio, alla scelta di investimenti all'estero proponendo all'assemblea di investire in Turchia anziché in Cina diversamente da come era stato avanzato dal consiglio di amministrazione.

Un primo tentativo applicativo v'è stato: il 10 ottobre 2012, in sede di assemblea straordinaria della *Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.*, è intervenuto un azionista che, seppur titolare di un numero irrilevante di tito-

(72) Di parere opposto è B. PETRAZZINI, *Il D.Lgs. 91/2012 e le modifiche alla disciplina dell'assemblea di società per azioni quotate*, in *Nuovo dir. Soc.*, 10, 16, 2012: «Ratio dell'innovazione, secondo quanto prospettato nella Relazione Illustrativa, è quella di istituire una sorta di "doppio binario", prevedendo, accanto alla presentazione delle stesse in via preventiva, consentendo al socio proponente "di svolgere una sollecitazione di deleghe e, più in generale, di assicurarsi che la proposta sia presa in considerazione ai fini delle istruzioni di voto che gli altri soci intendono impartire ai propri rappresentanti" (così, testualmente, la Relazione Illustrativa)».

li, ha presentato una nuova proposta di delibera sull'ordine del giorno n. 2 relativo alle modifiche statutarie. Oltre a non essergli stata contestata la legittimazione ad intervenire, tale proposta di delibera è stata messa ai voti alla pari di quella degli amministratori.

Le limitazioni agli argomenti sui quali poter integrare l'ordine del giorno anch'esse rimangono invariate; in questo senso, si rischia di svuotare completamente la portata innovativa dell'articolo. Bisogna, però, comprendere quale sia la *ratio* sottesa all'inammissibilità dell'integrazione dell'ordine del giorno per alcuni argomenti ⁽⁷³⁾: infatti, la *SHRD* non pare contenere alcuna esclusione di sorta; perciò l'unico possibile significato teleologico attribuibile, ancorché contrario alla norma comunitaria, consisterebbe esclusivamente nella sterilizzazione dell'intero articolo a causa dell'estrema flessibilità interpretativa dell'espressione «argomenti sui quali l'assemblea delibera a norma di legge».

È certamente esclusa da suddette limitazioni la presentazione di nuove proposte di delibera che potranno essere avanzate, anche individualmente, senza neppure la necessità della relazione, giacché già predisposta dall'organo di amministrazione che ha proposto tale argomento all'ordine del giorno ⁽⁷⁴⁾. Ai sensi del comma 4 è richiesta unicamente la motivazione relativa alle ulteriori proposte presentate. I soci che richiedono l'integrazione, bensì, dovranno predisporre la relazione con le relative motivazioni (in quanto l'argomento non è già all'ordine del giorno), da inoltrarsi all'organo di amministrazione entro il termine e da mettersi a disposizione del pubblico, accompagnata dalle eventuali valutazioni degli organi amministrativi, contestualmente alla pubblicazione della notizia dell'integrazione.

Rimangono forti dubbi sulla concreta portata della previsione dell'individualità d'iniziativa nella presentazione di nuove proposte di delibera, che potrebbe prestare il fianco all'azionista disturbatore, il quale facilmente si approprierebbe dei lavori assembleari presentando una valanga di nuove proposte di delibera alternative a quelle dell'organo amministrativo. Sarà necessaria una revisione nel senso di prevedere poteri inibitori in capo al presidente dell'assemblea, ovvero un requisito quantitativo, seppur minimo ⁽⁷⁵⁾.

⁽⁷³⁾ S. BRUNO, *I poteri di iniziativa assembleare degli azionisti*, in *Giur. comm.*, 2010, pag. 742/I, che distingue tra l'attribuzione di un significato tecnico, ovvero ideologico alla norma in esame.

⁽⁷⁴⁾ Cfr. Circolare Assonime n. 40/2013, pag. 31, in cui ci si chiede se la proposta degli amministratori possa essere modificata attraverso la presentazione di nuove e diverse proposte di delibera da parte dei soci, o se l'assemblea possa solo approvarla o respingerla in blocco.

⁽⁷⁵⁾ Cfr. M.S. RICHTER JR., *Partecipare, intervenire ed assistere alle adunanze degli organi collegiali delle società azionarie*, in *Riv. soc.*, 5, 2013, pag. 897, sui limiti e le modalità di esercizio del potere ordinatorio in capo al presidente dell'assemblea (art. 2371, comma 1, cod. civ.).

Questa norma dovrà anche essere coordinata con l'intera disciplina assembleare. Non sarebbe così aberrante, infatti, prevedere la libertà di inoltrare nuove proposte di delibera in assemblea anche da parte del presidente dell'organo amministrativo. Vi sono tuttavia limiti sistematici: il presidente non ha l'autonomia di presentare proposte di delibera, ma deve passare necessariamente dall'organo amministrativo che, perlomeno, le ratifichi (circostanza che, ovviamente, non può avvenire in assemblea). Quindi, se ciò è inibito al presidente dell'organo amministrativo, non si comprende il motivo per cui dovrebbe essere consentito ad un singolo socio, benché nell'ottica del principio di economicità sia largamente comprensibile.

Altra questione è come deve essere garantita l'informativa agli altri soci. È pur vero che trattasi di argomento già all'ordine del giorno (che si dà per conosciuto), ma l'avanzamento di ulteriori proposte aprirebbe a valutazioni comparative che necessitano di un approfondimento. Eventualmente si potrebbe rimediare con la richiesta di rinvio dell'assemblea a non oltre cinque giorni da parte dei soci intervenuti che riuniscano un terzo del capitale rappresentato in assemblea (art. 2374 cod. civ.).

Quanto al meccanismo di votazione della nuova proposta si aprono differenti soluzioni. Si deve mettere ai voti prima quella dell'organo amministrativo, poi le altre? oppure l'inverso? O ancora, si deve proporre una votazione contestuale di tutte le proposte sul punto, con una consequenziale ripartizione proporzionale dei voti? Il tema è tutt'ora aperto anche nella prassi.

Non rimane che attendere ed esaminare, nel corso delle prossime stagioni assembleari, i casi in cui, realmente, *colui a cui spetta il diritto di voto* individualmente, previa motivazione, presenti nuove proposte di delibera. Il timore è che detto diritto nel tempo subisca limitazione con la previsione di argomenti all'ordine del giorno eccessivamente astratti (o viceversa, puntigliosamente dettagliati) tali da escludere la possibilità di intervento in tal senso. Tuttavia, la bontà della norma, seppur con gli opportuni aggiustamenti, oltre ad essere stata immediatamente riscontrata nei fatti, trova supporto in alcune realtà aziendali italiane, ove il diritto di presentare proposte era già riconosciuto in via statutaria sulla scorta del testo della SHRD.

5.1. Segue: *l'azionista «disturbatore» ed il diritto di porre domande prima dell'assemblea*. – La norma di cui all'art. 127-ter Tuf in queste prime stagioni assembleari ha rivelato numerose questioni applicative in ordine all'efficiente ricezione di domande prima dell'assemblea (76).

(76) C. MOSCA, *Diritto di porre domande prima dell'assemblea*, Commento sub art. 127-ter, in M. FRATINI e G. GASPARRI, *Il Testo Unico della Finanza*, 2ª ed., Torino, Utet Giuridici.

Quanto alla legittimazione ⁽⁷⁷⁾, il decreto correttivo prevede che il diritto di porre domande sulle materie all'ordine del giorno possa essere esercitato da *coloro ai quali spetta il diritto di voto* e non più, genericamente, dai *soci*. Al riguardo, si ritiene che la società sia tenuta a rispondere, anche prima dell'assemblea, solo a *colui cui spetta il diritto di voto alla record date* ⁽⁷⁸⁾.

È stato introdotto, poi, un nuovo comma, 1-bis, che prevede espressamente la possibilità, per gli emittenti, di indicare un termine entro il quale le domande formulate prima dell'assemblea debbano pervenire (la c.d. *cut date*): una data, a scelta della società che non può essere superiore a due giorni precedenti la data dell'assemblea in prima o unica convocazione; oppure, cinque giorni prima dell'assemblea con l'obbligo però della società di rispondere almeno due giorni prima dell'assemblea stessa e di rendere disponibili le risposte sul sito internet ⁽⁷⁹⁾.

Al comma 3 viene stabilito che si considera, in via generale, fornita in assemblea la risposta in formato cartaceo messa a disposizione, all'inizio dell'adunanza, di ciascuno degli aventi diritto al voto.

Vi è, infine, una occorrenza che il legislatore non ha preso in considerazione, ma che alcuni autori di dottrina ⁽⁸⁰⁾ hanno ragionevolmente esaminato con il fine di arginare il fenomeno dei «*disturbatori*» in assemblea. Per agevolare e snellire gli interventi degli azionisti in assemblea, senza ledere il loro diritto di *voice*, potrebbe essere previsto che lo statuto e/o il regolamento assembleare riservino agli stessi un diritto di intervento ridotto, ovvero qualificato, *rectius* temporalmente superiore, in ragione dell'entità del possesso azionario.

ca, 2012, pagg. 1770-1782 e L. MULA e F. BRUNO, *I diritti preassembleari di soci nel «Decreto Correttivo»*, in *Giur. comm.*, 1, 2013.

⁽⁷⁷⁾ V. anche l'art. 23 del Regolamento approvato con provvedimento congiunto della Banca d'Italia e della Consob in data 22 febbraio 2008.

⁽⁷⁸⁾ Commissioni riunite 2^a (Giustizia) e 6^a (Finanze), *Parere approvato dalle Commissioni riunite sull'atto di Governo n. 446*, Senato della Repubblica, Roma, 23 maggio 2012.

⁽⁷⁹⁾ Su questo aspetto le Commissioni riunite 2^a (Giustizia) e 6^a (Finanze) del Senato della Repubblica hanno espresso alcune riserve, ritenendo preferibile prevedere suddetta possibilità direttamente nell'avviso di convocazione, senza rimettere la scelta allo statuto. Per garantire l'effettività della norma, inoltre, hanno creduto opportuno consentire che si trattasse di *giorni di mercato aperto*; ed hanno insistito nel dire che la disposizione contenuta all'art. 127-ter Tuf avrebbe potuto essere completata con un ultimo comma che prevedesse espressamente che le società possono adottare le misure necessarie a «*garantire l'identificazione degli azionisti, il corretto svolgimento dell'assemblea, la sua preparazione e la tutela della riservatezza e degli interessi della società*», in conformità alle previsioni dell'art. 9 della SHRD, che altrimenti non risulta esplicitamente recepito. Tale previsione avrebbe reso espliciti quei principi generali dell'ordinamento, già riconosciuti in via giurisprudenziale, che consentono alle società, anche attraverso lo strumento del regolamento di assemblea, di organizzare e gestire le riunioni assembleari, arginando il diffuso fenomeno dei *disturbatori*.

⁽⁸⁰⁾ P. MONTALENTI, *La direttiva azionisti e l'informazione preassembleare*, in *Giur. comm.*, 5, 2011, pag. 685.

Parte terza: Analisi comparata.

6. *Spunti comparatistici tra Francia, Gran Bretagna e Stati Uniti d'America.* – Al fine di una maggiore comprensione degli istituti analizzati, è inevitabile esaminare, seppur con semplice intento comparatistico, la disciplina dei diritti degli azionisti in assemblea negli Stati Uniti, ove i problemi di agenzia – declinati nell'accezione *principle to principle* (tra assetti proprietari) – sono da molto tempo oggetto di studio dell'analisi economica del diritto⁽⁸¹⁾, in Francia, paese con un mercato finanziario tra i più indipendenti in Europa grazie alla presenza di molti investitori esteri, *clubs d'investissement* e fondi pensioni di azionisti dipendenti⁽⁸²⁾, ed in Gran Bretagna, in cui il *Companies Act 2006* conteneva già molte delle disposizioni di cui alla direttiva 2007/36/CE.

6.1. *Soluzioni all'inscindibilità tra titolarità e voto: doppia record date e beneficial interest.* – Negli Stati Uniti la disciplina assembleare è di competenza statale, anche se progressivamente sta sempre più uniformandosi agli *statute law* federali vigenti, il *Securities Exchange Act 1934* ed il *Model Business Corporation Act 1950*⁽⁸³⁾.

Oltreoceano la *record date* è operante da anni. Viene definita dallo statuto, o in mancanza dalle leggi statali. Il *MBCA*, alla sezione 7.05, ed il *Delaware Code*, alla 213, identificano la *record date* nel giorno precedente alla consegna del primo avviso di convocazione agli azionisti⁽⁸⁴⁾. Nello Stato del Delaware è consentita la previsione di due differenti *record date*: l'una

⁽⁸¹⁾ Per una completa trattazione, cfr. N. NOKED, *Lessons Learned So Far During the 2012 Proxy Season*, in *Harvard Law School Forum*, 12 luglio 2012; CHARLES M. NATHAN, *Corporate Governance Activism: Here To Stay?*, in *Harvard Law School Forum*, 5 luglio 2012; N. NOKED, *Voting Decisions at US Mutual Funds: How Investors Really Use Proxy Advisers*, in *Harvard Law School Forum*, 23 giugno 2012; M. TONELLO, *Proxy Season 2012: The Year of Pay for Performance*, in *Harvard Law School Forum*, 17 maggio 2012; JAMES R. COPLAND, *ISS Influence on 2012 Shareholder Voting*, in *Harvard Law School Forum*, 22 aprile 2012; JOSEPH E. BACHLEDER III, *Say on Pay: Who Is Watching the Watchmen?*, in *Harvard Law School Forum*, 11 aprile 2012; M. TONELLO, *The Influence of Proxy Advisory Firm Voting Recommendations*, in *Harvard Law School Forum*, 8 aprile 2012; M. LIPTON, *Disintermediating the Proxy Advisory Firms*, in *Harvard Law School Forum*, 21 gennaio 2012 e DAVID A. KATZ, *The ISS 2012 Policy Updates: Another View of the Cathedral*, in *Harvard Law School Forum*, 19 gennaio 2012.

⁽⁸²⁾ R. TORINO, *op. cit.*

⁽⁸³⁾ Per un migliore quadro storico sull'evoluzione normativa negli Stati Uniti v. S. BRUNO, *op. cit.*, cap. III, pagg. 130-224 e S. BRUNO, *Directors' Versus Shareholders' Primacy in U.S. Corporations Through the Eyes of History: Is Directors' Power «Inherent»?*, in *European Company & Financial Law Review* [serial online], 9(4), 2012, pagg. 421-445.

⁽⁸⁴⁾ AMERICAN BAR ASSOCIATION (ABA), *Handbook for the conduct of shareholders' meeting*, Committee on Corporate Laws and Corporate Governance Committee, Business Law Section, 2^a ed., 2010, pag. 16.

per identificare gli azionisti che hanno diritto a ricevere l'avviso di convocazione; e l'altra, per determinare coloro che hanno il diritto di voto, fissata anche il giorno stesso dell'assemblea, sostanzialmente in tempo reale⁽⁸⁵⁾.

In Gran Bretagna, piuttosto, la soluzione non si annida in un dato positivo, bensì sulle prospettive della dottrina circa le posizioni del cedente e del cessionario, in seguito al trasferimento della partecipazione, nell'intervallo di tempo che intercorre tra la stessa e la registrazione dell'operazione nel libro dei soci. L'acquirente non è ancora formalmente socio, in ragione della funzione costitutiva attribuita alle risultanze dello *shareholder register*, anche se gli viene riconosciuto un interesse qualificato sulla partecipazione⁽⁸⁶⁾. Ne consegue che l'alienante diviene il fiduciario di quella partecipazione azionaria e, dunque, non soltanto è chiamato a conferire all'acquirente i dividendi eventualmente percepiti nell'intervallo di tempo fra l'accordo sulla cessione della partecipazione ed il suo perfezionamento, ma è altresì tenuto ad esercitare il voto in assemblea secondo le istruzioni ricevute o nominandolo suo rappresentante⁽⁸⁷⁾. In altri termini, la dottrina anglosassone attribuisce rilevanza al *beneficial interest* che qualifica la posizione del cessionario della partecipazione, attribuendogli un interesse alla deliberazione che verrà assunta, giacché è proprio nei suoi confronti, e non nei confronti del cedente, che si produrranno i suoi effetti⁽⁸⁸⁾. Per queste ragioni si ravvisa la necessità dell'apposizione di limiti all'esercizio del voto nei confronti dell'alienante, la cui espressione non può pregiudicare le aspettative del nuovo acquirente⁽⁸⁹⁾.

Un'interpretazione simile a quella anglosassone potrebbe risultare di difficile applicazione nell'ordinamento normativo italiano che non conosce una disciplina del *trust* nell'accezione sua propria. Tuttavia, l'atteggiamento dall'alienante, lesivo dei diritti dell'acquirente, da cui non scaturisca una

⁽⁸⁵⁾ V. S. BALZOLA, *Record date e rappresentanza assembleare nelle società quotate: armonie e disarmonie (anche alla luce del D.Lgs. 18 giugno 2012 n. 91)*, in *Banca Borsa*, vol. LXVI, 6, 2013, pagg. 754-782, il quale crede che, se l'obiettivo ultimo della *record date* fosse stato favorire l'informativa preassembleare, e non – come emerge dalla direttiva – l'eliminazione del deposito dei titoli, il legislatore interno avrebbe dovuto garantire il meccanismo della doppia data di registrazione, come è stato previsto nel *Delaware* qualche anno fa.

⁽⁸⁶⁾ PAUL L. DAVIES, *Principles of modern company law*, 8^a ed., Sweet & Maxwell Ltd., 2008, pag. 945, punto 27-8.

⁽⁸⁷⁾ *Ibidem*.

⁽⁸⁸⁾ Cfr. R. SECONDO, *La direttiva record date in chiave comparatistica (parte II): la prospettiva britannica*, in *Nuovo dir. soc.*, 6, 2011, pag. 22.

⁽⁸⁹⁾ Quanto detto è stato elaborato in relazione alle *certificatted shares*, le quali non interessano le società quotate. Tuttavia, non sembrano potersi rinvenire ostacoli all'estensione di tali argomentazioni alle *listed companies*. L'obiezione che a tale estensione potrebbe essere sollevata consiste nel fatto che, nel mercato borsistico, non è possibile conoscere le intenzioni di voto dell'acquirente. La valida confutazione avanzata potrebbe essere superata configurando in capo al vecchio socio un obbligo di astensione dall'espressione del voto.

violazione di legge o di statuto tale da giustificare l'impugnativa della deliberazione, potrebbe subire l'applicazione dell'art. 2043 cod. civ. in ragione della violazione del principio del *neminem laedere*.

6.2. *Cyber meeting: electronic communications*. – In Gran Bretagna la disciplina del voto elettronico ⁽⁹⁰⁾ è contenuta principalmente nelle parti 9 e 13 *Companies Act 2006* e nelle norme dello *UK Corporate Governance Code 2010*, oltre che nelle disposizioni statutarie delle singole società e nei principi enunciati dalla giurisprudenza. Sulla scorta del quadro normativo già vigente *ante 2007*, il legislatore britannico aveva osservato che molte prescrizioni della *SHRD* erano già soddisfatte, tanto che vi sono stati dubbi sulle modalità di attuazione ⁽⁹¹⁾.

L'art. 360A. del *Companies Act 2006* ⁽⁹²⁾, rubricato «*Electronic meetings and voting*», dispone, parimenti alla normativa italiana, che le società quotate che favoriscono la partecipazione all'assemblea tramite l'uso dei mezzi elettronici, possono assoggettarla solo al requisito di certezza nell'identificazione dei partecipanti e di sicurezza della comunicazione elettronica.

Anche oltremarina, sono stati previsti tre tipi di «comunicazione elettronica», vale a dire: *electronic proxy voting*, in cui l'autenticazione del partecipante in assemblea e la presentazione delle deleghe avvengono in via elettronica; *remote (direct) electronic voting*, quando l'azionista esprime il proprio voto in nome proprio per mezzo della videoconferenza, anche se non partecipa fisicamente all'assemblea; ed infine, *virtual meeting*, ove l'assemblea è svolta totalmente in via elettronica tramite la videoconferenza di tutti i partecipanti su piattaforme messe a disposizione dall'emittente ⁽⁹³⁾.

⁽⁹⁰⁾ Cfr. Documento di consultazione «*Implementation of the directive on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies*» del 24 ottobre 2008 e M.L. VITALI, *Un documento consultivo britannico sulla direttiva 2007/36/CE*, in *Riv. soc.*, 2009, pagg. 232-233.

⁽⁹¹⁾ R. SECONDO, *op. cit.* e D. ZETSCHE, *Virtual Shareholder Meetings and the European Shareholder Rights Directive - Challenges and Opportunities*, Center for Business & Corporate Law (CBC), Research Paper Series n. 29, 6, 2007, in <http://ssrn.com/abstract=996434>.

⁽⁹²⁾ V. section 360A. *Companies Act*: «*Nothing in this Part is to be taken to preclude the holding and conducting of a meeting in such a way that persons who are not present together at the same place may by electronic means attend and speak and vote at it. In the case of a traded company the use of electronic means for the purpose of enabling members to participate in a general meeting may be made subject only to such requirements and restrictions as are (a) necessary to ensure the identification of those taking part and the security of the electronic communication, and (b) proportionate to the achievement of those objectives. (3) Nothing in subsection (2) affects any power of a company to require reasonable evidence of the entitlement of any person who is not a member to participate in the meeting*».

⁽⁹³⁾ V. E. BOROS, *Virtual shareholder meetings*, Monash University Law School, 2004.

A seguito dell'armonizzazione a livello europeo, le normative statali sul punto non differiscono di molto; tuttavia, ciò che veramente merita essere sottolineato è come in Gran Bretagna tutti gli operatori finanziari si siano adoperati affinché la previsione legislativa diventasse realtà, di talché i *proxy advisors* hanno sfruttato questo spicchio di mercato per mettere a disposizione degli azionisti (ovviamente, a pagamento) piattaforme elettroniche su cui effettuare tali operazioni di voto e d'intervento in assemblea, incentivando così gli investitori esteri. Cosa che in Italia non è accaduta.

6.3. *Voto per delega: breve confronto tra il modello statunitense e l'ordinamento francese.* – Per le *listed public companies* statunitensi, che sono soggette alla *Federal Securities Law*, è obbligatorio includere nell'avviso di convocazione le informazioni relative alle modalità di voto per delega, compresa la preferenza di voto su specifiche materie, ed, in caso di sollecitazione, anche la relazione finanziaria annuale (che, in copia, deve essere consegnata anche alla SEC).

Per ciò che concerne la delega di voto, ed il procedimento di sollecitazione di deleghe, l'unica fonte normativa statunitense è rappresentata dalla sezione 14A *Exchange Act* ⁽⁹⁴⁾. È diffuso in tutti gli Stati l'utilizzo della delega elettronica (per telefono, ovvero tramite il sito internet dell'emittente) con specifiche clausole di salvaguardia ⁽⁹⁵⁾, anche in ossequio alla revoca del mandato ⁽⁹⁶⁾.

Al momento del conferimento della delega si presume che l'azionista disponga per tutto il proprio pacchetto azionario a meno che, ove lo statuto lo autorizzi, espressamente non indichi limitazioni per singole azioni ovvero per parte di esse. Il delegato deve agire, in nome e per conto del socio, entro i limiti da quest'ultimo definiti nelle istruzioni di voto; se previsto, il delegato può astenersi dal voto, ovvero lasciare l'assemblea ⁽⁹⁷⁾.

⁽⁹⁴⁾ Sulle forme tradizionali di rilascio delle delega in Italia: A. FUSARO, *Libertà delle forme e deleghe per la partecipazione ad assemblee di società di capitali: una nuova policy per nuove regole?*, in *Giur. comm.*, 1997, pagg. 52/I e 56/I; A. SANTUS, *Deleghe assembleari e ruolo del notaio verbalizzante*, in *Vita not.*, 2, 1995, pagg. 693 e segg. e R. VARANO, *Forma della procura e contratto concluso dal rappresentante*, in *Not.*, 2, 1998, pagg. 113 e segg.

⁽⁹⁵⁾ V., *ex multis*, *Delaware Code*, Titolo 8, Sez. 212(b)-(c); *Model Business Corporation Act*, Sez. 7.22(b); *Illinois Compiled Statutes*, Sez. 5/7.50(a)(2); *Code of Maryland*, Sez. 2-507(3); *N.Y. Business Corporation Law*, Sez. 609(i)(2); e *Pennsylvania Cons. Stat.*, Sez. 1759.

⁽⁹⁶⁾ La revoca della delega può avvenire in svariati modi: quando un azionista conferisce più deleghe, quella più recente è da considerarsi quale revoca implicita di tutti quelle precedenti; in alternativa, l'azionista può revocare espressamente (per iscritto) la delega precedente, ovvero presentarsi personalmente in assemblea.

⁽⁹⁷⁾ Cfr. W.M. FLETCHER, *Cyclopedia of the Law of Private Corporations*, vol. VI, Callaghan, Chicago, 1919.

Si è instaurata una prassi (oggi, normativamente disciplinata) per cui in fase di preparazione dell'assemblea chiunque abbia interesse (generalmente l'azionista di maggioranza), anche per mezzo di intermediari, può distribuire materiale, previo deposito alla SEC, per la sollecitazione della delega di voto agli azionisti ⁽⁹⁸⁾.

Il processo di raccolta ha inizio allorché l'emittente comunica alla *Depository Trust Company (DTC)*, equivalente all'italiana *Monte Titoli S.p.A.*, la richiesta di invio della lista degli azionisti con la specificazione presso quali intermediari i relativi titoli sono depositati ai fini dell'identificazione pre-assembleare. Non oltre cinque giorni dopo la *record date* ogni intermediario deve inoltrare all'emittente la c.d. «*omnibus proxy*», ovvero il prospetto delle deleghe degli azionisti con diritto di voto ⁽⁹⁹⁾. Il beneficio è duplice: da una parte, l'emittente viene completamente edotta circa la compagine di voto in assemblea (in sostanza, riassunta in un unico *data base*); dall'altra, gli intermediari, anche per mezzo di soggetti terzi, distribuiscono il materiale informativo circa la delega di voto in assemblea ⁽¹⁰⁰⁾.

In Francia, invece, è stata implementata la *SHRD* con l'*ordonnance n. 2010-1511* ⁽¹⁰¹⁾, a cui il testo di legge rinvia in forza del disposto normativo dell'art. 38 della carta costituzionale francese. In tale sede, la sezione terza, capitolo quinto, libro secondo (artt. da L225-96 a L225-126) del *Code de commerce*, relativa all'assemblea, è stata modificata nel senso di recepire le disposizioni comunitarie volte alla tutela dei diritti degli azionisti ⁽¹⁰²⁾.

In tema di rappresentanza, l'art. L225-106 dispone che un azionista può farsi rappresentare da altro socio, dal coniuge, ovvero qualsiasi altra persona fisica o giuridica, a sua discrezione, quando le azioni sono negoziate su un mercato regolamentato. Ai sensi del comma 2, il mandato e, se del

⁽⁹⁸⁾ V. SEC release No. 34-60089, 10 giugno 2009, 74 F.R. 29024.

⁽⁹⁹⁾ In una recente pronuncia della *Court of Chancery* del Delaware (*Kurz v. Holbrook*, C.A. No. 5019-VCL, DeL. Ch., 9 febbraio 2010) è stato ribadito che: «*Cede breakdown (a securities position listing) is considered part of a Delaware corporation's stock ledger under 8 DeL C § 219(c), and thus, DTC participant banks and brokers who appear on the corporation's security position listing have the power to vote as record holders at a meeting of shareholders or for purposes of taking action by written consent, even in the absence of an omnibus proxy from Cede & Co.*».

⁽¹⁰⁰⁾ Sui vantaggi di un corretto procedimento di identificazione degli azionisti, v. L. ENRIQUES, M. GARGANTINI e V. NOVEMBRE, *Mandatory and Contract-Based Shareholding Disclosure*, in *Uniform Law Review*, vol. XV, 2010, pagg. 713-642.

⁽¹⁰¹⁾ *Ordinanza n. 2010-1511 del 9 dicembre 2010* «portant transposition de la directive 2007/36/ CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées».

⁽¹⁰²⁾ Per quanto riguarda la Francia è stato tenuto conto anche di quanto è emerso dal seminario tenutosi presso la Fondazione Bruno Visentini a Roma il 15 febbraio 2013 con il dott. Aldo Sicurani, già segretario generale della *Fédération des Investisseurs Individuels et des Clubs d'investissement*.

caso, la revoca del medesimo devono essere comunicati per iscritto all'emittente ⁽¹⁰³⁾. A norma dell'art. L225-106-1, quando l'azionista è rappresentato da una persona diversa da un socio o dal coniuge, per prevenire eventuali conflitti di interesse, il delegato deve fornire adeguata *disclosure* ⁽¹⁰⁴⁾.

Precedentemente ad ogni assemblea, il presidente dell'organo di amministrazione invita gli azionisti a nominare uno o più delegati (art. L225-102). Per le deleghe in bianco, il presidente dell'assemblea (che, il più delle volte, coincide con il presidente dell'organo amministrativo) vota a favore dell'adozione di *progetti di risoluzione* (in Italia, proposte di delibera) presentati dall'organo amministrativo e contro l'adozione di tutti gli altri *progetti di risoluzione*.

Chiunque svolga attività di sollecitazione offrendosi, direttamente o indirettamente, di rappresentare, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, uno o più azionisti alla assemblea delle società incluse nei commi 3 e 4 dell'art. L225-106, deve pubblicare la sua politica di voto. Può inoltre rendere pubbliche le sue raccomandazioni di voto sul *progetto di risoluzione* presentato all'assemblea ⁽¹⁰⁵⁾.

Il tribunale commerciale nella cui giurisdizione l'emittente ha la propria sede legale può ⁽¹⁰⁶⁾, su richiesta dell'azionista e per un periodo non superiore a tre anni, privare il delegato del diritto di partecipare, in tale qualità, ad ogni assemblea della società in questione per il mancato rispetto dell'obbligo di preavviso ai sensi dell'art. L225-106-1, commi 2-5, e dell'art. L225-106-2.

La maggior parte dei commentatori francesi ritiene che, mentre l'obiettivo della direttiva era quello di porre fine ai potenziali conflitti d'interesse limitanti la libertà di voto degli azionisti ⁽¹⁰⁷⁾, l'ordinanza abbia in-

⁽¹⁰³⁾ Cfr. AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS (AMF), *Rapport sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées*, 7 febbraio 2012.

⁽¹⁰⁴⁾ Per ciò che concerne la disciplina del conflitto di interesse tra delegato e delegante la SHRD è stata adottata in maniera analoga sia in Francia che in Italia.

⁽¹⁰⁵⁾ In Francia, nell'adottare la SHRD, è stata posta l'attenzione sulle informazioni in *tempo reale*. Infatti, è stato previsto che i progetti di risoluzione presentati dai soci debbano essere pubblicati sul sito internet e che per un periodo continuativo, a partire dal ventunesimo giorno precedente la data dell'assemblea (sino al giorno dell'assemblea, compreso), l'emittente debba, sul suo sito internet, per fornire ai propri soci le informazioni per consentire loro l'espressione di un voto consapevole e cosciente mettendo a disposizione i verbali delle assemblee precedenti, le relazioni da presentare all'assemblea ed i progetti di risoluzione. Devono essere forniti anche i moduli per il voto per delega o per corrispondenza, a meno che tali formulari non siano inviati direttamente a ciascun azionista presso il proprio domicilio.

⁽¹⁰⁶⁾ V. art. L225-106-3 *Code de commerce*.

⁽¹⁰⁷⁾ Si pensi, ad esempio, al *blank vote* per la nomina del presidente dell'organo amministrativo, ovvero al voto non-indipendente dei dipendenti azionisti.

tenso implementarla nel senso contrario, ovvero di tenere a freno gli azionisti di minoranza – soprattutto quelli stranieri – dall'utilizzazione del sistema della delega del diritto di voto.

Il novellato art. L225-106 è assai discutibile, se non altro perché, secondo il nuovo comma 4, le norme ivi contenute non si applicano all'ipotesi di delega ricevuta dal presidente dell'assemblea, violando così il primo fondamentale principio della parità di trattamento tra azionisti. In particolare, l'art. L225-106-1 relativo al conflitto di interesse non si estende ai numerosi regimi di rappresentanza degli azionisti lavoratori previsti dall'ordinamento francese, anche se mediamente in Francia il 4% del capitale della CAC 40⁽¹⁰⁸⁾ è detenuto da fondi di investimento dei dipendenti⁽¹⁰⁹⁾.

L'art. L225-106-2, contenente una disposizione che apparentemente non compare nella direttiva, impone al delegato di rendere note le proprie intenzioni di voto precedentemente all'assemblea, per le quali è ritenuto vincolato e responsabile nei confronti dell'azionista/delegante. Tuttavia, quando è il presidente dell'assemblea a beneficiare del conferimento delle deleghe (e, pertanto, nella quasi totalità dei casi), non si applica né la disposizione circa la pubblicazione delle intenzioni di voto né quella relativa ai conflitti di interesse, neutralizzando così ogni portata innovativa dell'attuale testo di legge⁽¹¹⁰⁾.

È anche vero, però, che nell'ipotesi in cui l'emittente spedisca alla residenza dell'azionista il modulo per la delega del voto al presidente dell'assemblea, quest'ultimo – giuridicamente – non potrà configurarsi quale delegato, quanto piuttosto mero *nuncius* (alla stregua del nostro rappresentante designato) esonerato da tutto quanto appena detto, poiché il socio che decide di conferirgli il voto è cosciente che si tratta di una delega in bianco a favore dell'operato dell'amministrazione in carica.

⁽¹⁰⁸⁾ Termine che indica le maggiori quaranta società quotate dell'indice di mercato azionario francese.

⁽¹⁰⁹⁾ Che sappiamo essere dipendenti dalla *governance* dell'emittente a causa dell'ingerenza che quest'ultima esercita sull'organo di amministrazione delle SGR che gestiscono i fondi medesimi.

⁽¹¹⁰⁾ Parte di dottrina francese, molto critica e scettica rispetto a come è stata implementata la SHRD (che, a loro dire, viene tradita), ritiene che con l'art. L225-106-3 il legislatore abbia raggiunto l'apice dell'ipocrisia normativa nel prevedere che l'azionista possa adire il tribunale commerciale nell'ipotesi di violazione degli obblighi di cui all'art. L225-106-1, commi 2-6, e all'art. L225-106-2. È noto che la pubblicazione della politica di voto nel caso di delega non è in grado di ricomprendere tutti gli aspetti essenziali della votazione vista la complessità di molte delibere assembleari (come, per esempio, l'approvazione di un progetto di fusione, di una operazione con parti correlate o addirittura l'elezione del c.d.a.), con il risultato che, in queste tipologie di votazione, l'azionista è all'oscuro dell'oggetto e gli amministratori possono procedere alla gestione dell'ordine del giorno discrezionalmente.

6.4. *Segue: prospettive di regolamentazione ultranazionale della proxy advisory industry.* – I *proxy advisors* forniscono consulenza ed assistenza ⁽¹¹¹⁾ prevalentemente in favore degli investitori istituzionali. Tuttavia, anche gli investitori più modesti si avvalgono dei loro servizi per analizzare le proposte di deliberazione all'ordine del giorno e per esprimere una decisione di voto consapevole, ottimizzando le proprie risorse limitate ⁽¹¹²⁾.

I problemi legati al conflitto d'interesse dei *proxy advisors* non sono sempre così evidenti ed immediati ⁽¹¹³⁾; ciò nonostante, un sistema finanziario che basa la maggior parte delle proprie operazioni su questa tipologia di consulenza non può certo definirsi «stabile». E anche vero, però, che non sempre i *proxy advisors* hanno un'influenza dominante sugli investitori e spesso vi sono più *proxy advisors* che offrono consulenza sui medesimi temi ⁽¹¹⁴⁾. Ai *proxy advisors* dovrebbe essere impedito, o quantomeno limitato, di svolgere contemporaneamente la medesima attività di consulenza a favore degli emittenti e dei suoi stessi azionisti.

A prescindere dalle questioni strutturali del sistema finanziario, nessuna prova di fatto si è concretizzata nel dimostrare che l'indipendenza dei

⁽¹¹¹⁾ Nell'ambito dell'analisi dei dati assembleari, con particolare riferimento alle proposte all'ordine del giorno sino alle raccomandazioni di voto, nonché attività di analisi e consultazione dei processi di voto. Inoltre, essendo le assemblee annuali in tutto il mondo concentrate in un determinato periodo dell'anno (marzo-aprile), per un investitore potrebbe risultare problematico, o addirittura impossibile, raccogliere informazioni relative a tutte le emittenti ove disponga di un investimento significativo, se non con l'ausilio di un *proxy advisor*. Alla luce della globalizzazione dei mercati è venuto alla ribalta anche il tema del voto transfrontaliero. I *proxy advisors*, ad esempio, forniscono informazioni aziendali che non sempre sono disponibile in lingua inglese, ovvero mettono a disposizione piattaforme telematiche da cui inviare le istruzioni di voto ed esprimere il voto in via elettronica (esperienza maturata soprattutto nei paesi anglosassoni).

⁽¹¹²⁾ EUROPEAN SECURITIES AND MARKET AUTHORITY (ESMA), *Discussion Paper «An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options»*, ESMA/2012/212, 22 marzo 2012, pagg. 9-10.

⁽¹¹³⁾ Il caso classico è rappresentato dal *proxy advisor* che fornisce *corporate rating*, od altri servizi di consulenza, ad un emittente e nello stesso tempo elabora ricerche e raccomandazioni di voto agli azionisti del medesimo emittente con riferimento agli stessi aspetti di *governance*. Il rischio è quello che i *proxy advisors* procurino agli azionisti raccomandazioni inappropriate su come leggere scelte aziendali che proprio loro hanno influenzato con l'attività di consulenza svolta a favore dell'emittente. Tuttavia, quanto esposto non raffigura l'unico profilo di conflitto d'interesse individuabile. Potrebbe accadere che un emittente o uno dei suoi maggior azionisti persuada i *proxy advisors* al fine di far consigliare gli azionisti di minoranza su specifiche scelte di *governance*; oppure che una società ovvero un azionista della *proxy firm* (ovvero semplicemente un proprio dirigente amministrativo) abbia un interesse significativo in operazioni di *governance* societaria ove il *proxy advisor* ha fornito o fornisce consulenza.

⁽¹¹⁴⁾ V. EUROPEAN SECURITIES AND MARKET AUTHORITY (ESMA), *op. cit.*, pagg. 21-22.

6.5. *Domande in assemblea: sezione questions&answers.* – Il *Companies Act 2006* alle sezioni 301-335 pur prevedendo ampi margini di tutela, allo stesso tempo pone rilevanti limiti al fine di garantire il corretto svolgimento dell'assemblea.

In Gran Bretagna, l'emittente non è obbligata a dare risposta a tutte quelle domande poste dagli azionisti, che non riguardino argomenti coinvolti all'ordine del giorno ed inevitabilmente interferiscano con lo svolgimento dell'attività preparatoria. Inoltre, non è dovuta la risposta se presuppone la divulgazione di informazioni riservate, nonché se è già stata data in forma di responso pubblicato sul sito internet dell'emittente i giorni precedenti all'assemblea.

Assume, dunque, un ruolo fondamentale il presidente dell'assemblea che è chiamato discrezionalmente a selezionare le domande che riceveranno una risposta in assemblea (in quanto ritenute non contrarie al corretto svolgimento della medesima).

Si è posta anche la questione di dare risposta a domande simili. L'art. 9 *SHRD*, concernente la problematica delle domande multiple e/o ripetitive, in Gran Bretagna è stato implementato, come in Italia, nel senso che l'emittente ha la possibilità di dare un'unica risposta a tutte le domande di contenuto simile.

Tuttavia, la politica manageriale più diffusa oltremarica consiste nel prevedere sempre più ampie sezioni *questions&answers* nei siti internet, così da ridurre il più possibile il margine di domande «nuove».

La sezione 319A *Companies Act 2006* dà attuazione all'art. 8 *SHRD*, prevedendo la nomina di un rappresentante dell'emittente per rispondere a quelle domande che non trovano soddisfazione nella sezione *questions&answers* del sito internet e che allo stesso tempo, essendo state scartate dal presidente dell'assemblea, non troverebbero risposta in assemblea⁽¹²⁴⁾.

La disciplina italiana di cui all'art. 127-ter *Tuf* non sembra differire

Season, in *Harvard Law School Forum*, 14 ottobre 2013; M. TONELLO, *Proxy Voting Analytics (2008-2012)*, in *Harvard Law School Forum*, 24 febbraio 2013; N. NOKED, *Voting Decisions at US Mutual Funds: How Investors Really Use Proxy Advisers*, in *Harvard Law School Forum*, 23 giugno 2012; N. NOKED, *Lessons Learned So Far During the 2012 Proxy Season*, in *Harvard Law School Forum*, 12 luglio 2012; M. TONELLO, *The Influence of Proxy Advisory Firm Voting Recommendations*, in *Harvard Law School Forum*, 12 novembre 2012; M. LIPTON, *Disintermediating the Proxy Advisory Firms*, in *Harvard Law School Forum*, 21 gennaio 2012; J.R. COPLAND, *ISS Influence on 2012 Shareholder Voting*, in *Harvard Law School Forum*, 22 aprile 2012; D.A. KATZ, *The ISS 2012 Policy Updates: Another View of the Cathedral*, in *Harvard Law School Forum*, 19 gennaio 2012; e C.M. NATHAN, *Corporate Governance Activism: Here To Stay?*, in *Harvard Law School Forum*, 5 luglio 2012.

⁽¹²⁴⁾ INSTITUTE OF CHARTERED SECRETARIES & ADMINISTRATORS (ICSA), *ICSA Guidance on the Implementation of the Shareholder Rights Directive*, rif. n. 090729, 2009.

molto da quella anglosassone, giacché la *SHRD* è stata implementata in modo analogo. Ciò nonostante, due elementi di differenziazione emergono: da una parte, nell'assemblea britannica il presidente assume un ruolo molto più discrezionale ed autonomo rispetto a quanto accade in Italia; dall'altra, la struttura organizzativa dell'assemblea è molto più all'avanguardia rispetto a quella concepita da noi ⁽¹²⁵⁾ anche con riferimento all'utilizzazione degli strumenti elettronici e del sito internet nel quale, in fase preassembleare, dovrebbero essere catalogate ed archiviate tutte le domande degli azionisti con un duplice vantaggio sia per l'emittente, che non deve impiegare risorse umane per dare risposte in assemblea, sia per gli azionisti che non si vedono lesa il proprio diritto di *voice* ⁽¹²⁶⁾.

⁽¹²⁵⁾ L. ENRIQUES, *La corporate governance delle società quotate: sfide e opportunità*, in *Giur. comm.*, 1, 2012, pagg. 493-509.

⁽¹²⁶⁾ Anche in Francia, il consiglio di amministrazione, a norma dell'art. L225-108 *Code de commerce*, deve inviare o mettere a disposizione degli azionisti, i documenti necessari per consentire loro di decidere consapevolmente e formulare un giudizio sulla gestione e sul funzionamento della società; ogni azionista ha il diritto di porre domande scritte a cui è tenuto a rispondere nel corso della assemblea. Una risposta comune può essere data quando più domande mostrano lo stesso contenuto. La risposta ad un'interrogazione scritta si considera data nel momento in cui appare sul sito internet della società nella sezione dedicata alle domande e risposte.

proxy advisors sia a rischio ⁽¹¹⁵⁾. Come esplicitato anche nel *Green Paper* «*The EU corporate governance framework*» del 5 aprile 2011, e ribadito nel *Final Report* dell'ESMA pubblicato il 15 febbraio 2013, maggiore trasparenza nei processi di consulenza ed analisi dei dati assembleari è in ogni modo auspicabile.

In dottrina sono già stati identificati alcuni istituti per impedire quanto appena detto ⁽¹¹⁶⁾. Un primo strumento contro suddette pratiche consisterebbe nella codificazione di alcune norme etiche nel mercato mondiale dei *proxy advisors*. Già con il *Walker Review of Corporate Governance of UK Banking Industry* nel 2009 ed il Regolamento europeo *Credit rating agencies* è stata avanzata l'ipotesi di far adottare su base volontaria il codice di condotta (promosso dall'*International Organization of Securities Commissions - IOSCO*) vigente per le agenzie di *rating* ⁽¹¹⁷⁾.

Ma vi sono altri possibili sistemi di prevenzione. Potrebbe essere imposto ai *proxy advisors* di denunciare, in ogni raccomandazione di voto relativamente a temi specifici, se ha prestato attività di consulenza a favore dell'emittente, o meno. Onde evitare vuoti di trasparenza nel loro operato, poi, potrebbe essere applicato per analogia l'art. 8 del codice di condotta delle agenzie di *rating* secondo il quale devono essere rese pubbliche tutte le metodologie e tutti i modelli di lavoro e di analisi dati garantendo un approccio critico nella valutazione delle raccomandazioni di voto da parte degli azionisti.

Ad oggi, è improbabile promuovere azioni legali di risarcimento danni per negligenza dei *proxy advisors*; laddove venisse adottato almeno un codice di condotta sarebbe certamente più agevole per gli investitori valutare potenziali profili di responsabilità civile.

Un ulteriore aggiustamento normativo potrebbe concernere anche la standardizzazione dei processi di adozione di raccomandazioni di voto senza, però, compromettere eccessivamente il margine di discrezionalità dei *proxy advisors*. Potrebbero essere predisposte norme circa le tempistiche di pubblicazione delle raccomandazioni: ad esempio, la fissazione di una data anteriore all'assemblea entro la quale i *proxy advisors* devono far pervenire le raccomandazioni agli azionisti.

Le tematiche concernenti la *proxy advisory industry* occupano anche il dibattito statunitense ⁽¹¹⁸⁾, ove tali società di servizi sono fortemente favo-

⁽¹¹⁵⁾ E.U. JACKSON, *Cross-border voting in Europe. A manifest investigation into the Practical problems of Informed voting across EU Borders*, Manifest Information services Ltd, 2007.

⁽¹¹⁶⁾ Cfr. H. FLEISCHER, *op. cit.*

⁽¹¹⁷⁾ Tali istanze non sono state minimamente prese in considerazione in quanto ogni *proxy advisor* ha optato per la soluzione di redigersi un proprio codice di condotta interno.

⁽¹¹⁸⁾ J.N. GORDON, *Proxy Contests in an Era of Increasing Shareholder Power: Forget Issuer, Proxy Access and Focus on E-Proxy*, in *Vanderbilt Law Review*, 61, 2008, pag. 465.

rite da una disposizione delle *New York Stock Exchange rules* a cui sono vincolate tutte le società quotate⁽¹¹⁹⁾. La NYSE Rule 452 dispone che se un azionista non compila il modello di istruzioni di voto entro il decimo giorno precedente all'assemblea, l'intermediario ha discrezionalità nell'esercizio del diritto di voto. Ammesso che è oramai statisticamente dimostrato⁽¹²⁰⁾ che appena il 30% degli azionisti compilano il modello di istruzioni di voto, le *proxy advisory firms* – di fatto – esercitano il diritto di voto della maggior parte degli azionisti americani senza, tuttavia, risponderne del rischio sociale d'impresa. Per evitare la degenerazione del mercato azionario statunitense, nel 2010 è stato introdotto un limite alla summenzionata norma⁽¹²¹⁾ secondo cui, per tutte le assemblee annuali degli azionisti dall'anno 2010 in poi, non si applica la NYSE Rule 452 nell'esercizio di voto per l'elezione dell'organo di amministrazione.

Il mercato dei *proxy advisors*, dunque, è oggetto di accurata regolamentazione non solo in Europa⁽¹²²⁾, ma anche negli Stati Uniti, talché la SEC, da una parte, ha avviato una revisione del sistema delle deleghe di voto con la pubblicazione di un comunicato nel luglio 2010 e, dall'altra, ha aperto alla regolamentazione della *proxy advisory industry* al fine di identificare eventuali profili di conflitti di interesse dei *proxy advisors* ed analizzare l'accuratezza, la completezza e la trasparenza nella formulazione di raccomandazioni di voto⁽¹²³⁾.

(119) NYSE Rule 452 «*Broker Discretionary Voting*», su www.securitiesregulationmonitor.com è stato reso noto quanto segue: «*On January 24, 2012, the NYSE issued a notice regarding Rule 452 that establishes new restrictions on broker discretionary voting. NYSE Rule 452 regulates when brokers may cast discretionary votes on uninstructed shares. NYSE Rule 452 permits brokers to exercise their discretion to vote on "routine" proposals when the beneficial owner fails to provide specific voting instructions within 10 days of the scheduled meeting, and prohibits brokers from voting those uninstructed shares on "non-routine" matters. The NYSE notice states that they re-examined broker discretionary voting on certain corporate governance proposals in light of "recent congressional and public policy trends disfavoring broker voting of uninstructed shares". The NYSE's rule on broker discretionary voting has come under increasing scrutiny in recent years, as evidenced by recent amendments to Rule 452 prohibiting broker voting of uninstructed shares in the election of directors (other than for the election of directors for investment companies), and the provision in the Dodd-Frank Act directing the SEC to prohibit brokers from voting uninstructed shares on executive compensation and other "significant matters", as determined by the SEC.*».

(120) Cfr. E.R. SIRRI, *Remarks before the Securities Industry and Financial Markets association (SIFMA)*, in *Proxy Symposium* tenutosi a New York in data 16 ottobre 2007.

(121) Sulla scorta della delega normativa ricevuta dal Congresso con l'approvazione della *Dodd-Frank Wall Street Reform* e del *Consumer Protection Act* in materia di sollecitazione di deleghe.

(122) L'aggiornamento sullo stato dei lavori a livello europeo è consultabile sul sito internet <http://bppgrp.info/>.

(123) V. N. NOKED, *2013 Annual Corporate Governance Review*, in *Harvard Law School Forum*, 12 novembre 2013; N. NOKED, *Preparing for the 2014 Proxy and Annual Reporting*

DIRITTO D'IMPRESA

Osservatorio Ceradi-Luiss

A CURA DI Valeria Panzironi

Nelle assemblee societarie spunta il voto divergente

di Giovanni Niccolò Antichi

Negli ultimi decenni l'assemblea nella corporate governance delle società quotate ha subito profonde trasformazioni: dall'essere ritenuta predominante dal legislatore del '42, è stata svuotata di significato dalla riforma del 2003, con concentrazione dei poteri di gestione nelle mani degli amministratori. Un'apparente inversione si è registrata con la direttiva 2007/36/CE (Shareholder's rights) adottata in Italia con il Dlgs 27/2010, corretto dal Dlgs 91/2012.

Con il nuovo articolo 135 decies del Tuf, si assiste a un rovesciamento dell'atteggiamento del legislatore, che imponeva un divieto assoluto di rappresentanza per chi versasse in conflitto di interessi, mentre oggi assicura una legittimazione piena al voto, purché vi sia una adeguata disclosure della situazione di potenziale conflittualità e una contestuale indicazione di voto.

L'articolo 2372 del Codice civile, i cui limiti di delega non operano più nelle società quotate, dispone che a conferire il potere rappresentativo non siano più i soci, bensì coloro ai quali spetta il diritto di voto in assemblea, facendo così assumere al voto per delega la natura di vero e proprio diritto, tanto che in queste società non può essere escluso neppure con clausola statutaria. Parimenti l'articolo 135 novies del Tuf riconosce a colui al quale spetta il diritto di voto la possibilità di indicare un unico rappresentante per ciascuna assemblea, sancendo nei commi successivi due deroghe in ragione della operatività del regime di dematerializzazione: la prima, nell'eventualità che, nei sistemi di gestione accentrata, allo stesso soggetto siano intestati più conti distinti e separati presso ogni singolo intermediario, prevede che per ciascuno di essi possa essere nominato un diverso rappresentante; la

seconda si ha qualora il soggetto indicato dalla comunicazione agisca anche mediante intestazioni fiduciarie, potendo indicare come rappresentanti i soggetti per conto dei quali esso agisce, ovvero uno o più terzi designati da tali soggetti.

L'importante novità mette in discussione il principio di unitarietà della partecipazione sociale, lasciando il dubbio circa la possibilità del voto divergente da parte del medesimo socio tramite due rappresentanti diversi. È ammissibile tale comportamento? Potrebbe il socio che ha votato a favore della delibera, impugnarla giacché in parte anche dissenziente? Tecnicamente può accadere, anche se contro queste condotte opportunistiche e scorrette sembrerebbe persistere il principio generale della buona fede che dovrebbe guidare il giudice in casi del genere.

La sostituzione dell'articolo 135 novies comma 6 del Tuf, che prevede il conferimento della delega per mezzo del documento informatico sottoscritto con firma elettronica, ad oggi pare non avere alcuna rilevanza pratica; viceversa, sarebbe di gran lunga più efficace l'istituto del mandato per più assemblee. Le norme vigenti non consentono di delegare il voto oltre una singola assemblea con la conseguenza che il rappresentante (sia esso singolo, promotore, ovvero associazione di azionisti), che di volta in volta richiede la delega a ogni singolo azionista, riscontra gravi ostacoli sia per l'eccessiva onerosità sia per i lunghi tempi di raccolta. Peraltro, è stata introdotta (articolo 135 novies, comma 8 del Tuf) la possibilità di conferire mandato multiplo in favore di alcuni intermediari (escluse, immotivatamente, le associazioni di azionisti); dunque, il problema concettuale parrebbe superato: molti concordano nel vietare il mandato generale in favore di

singoli individui, onde evitare un progressivo abuso del voto altrui, ma anche su questo si potrebbe ulteriormente dissentire, vista l'esperienza francese in cui non vi è alcun divieto in questo senso.

Se la ratio, dunque, è la prevenzione di possibili abusi degli amministratori mediante incetta di deleghe, e non, all'opposto, l'ostacolo aprioristico alla procura generale, rimane oscuro come mai nelle società chiuse è ammessa, giacché sotto tale profilo non vi sono differenze con le società quotate; anzi, è in tali società che vi è maggiore pericolo d'incetta dato l'irrisorio grado di spersonalizzazione societaria.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

