



DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA

DOTTORATO DI RICERCA IN DIRITTO ED IMPRESA

XXIX CICLO

GIOVANNI NICCOLÒ ANTICHI

**DISSOCIAZIONE DEL RISCHIO DAL VOTO NELLA
SOLLECITAZIONE DI DELEGHE ED EFFICIENTAMENTO
DELL'ALLOCAZIONE DEI COSTI**

COORDINATORE

Chiar.mo Prof.

Giuseppe Melis

TUTOR

Chiar.mo Prof.

Gustavo Visentini

ANNO ACCADEMICO 2016-2017

A Lavinia

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università
LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in
parte, se non con il consenso dell'autore.

INDICE SOMMARIO

INTRODUZIONE	7
--------------------	---

CAPITOLO PRIMO

IL PRINCIPIO DI INDIVISIBILITÀ DELLA PARTECIPAZIONE AZIONARIA E LE SUE DEROGHE

1. I principi di indivisibilità ed inscindibilità della partecipazione azionaria	15
1.1. I profili storici della crisi: dicotomia tra controllo e rischio economico	19
2. Le tecniche di dissociazione fra «trasferimento dell'esercizio» ed «attribuzione» del diritto di voto	20
2.1. Il rischio di abuso del diritto di voto	23
2.2. (Segue) Le azioni concesse in pegno o usufrutto, ovvero sottoposte a sequestro	25
2.3. (Segue) Il contratto di riporto del titolo di credito	28
2.4. (Segue) Il caso dei fondi comuni di investimento e dei fondi pensione	30
2.5. (Segue) Le azioni detenute con <i>equity swap</i> a breve termine .	33
2.6. (Segue) La <i>record date</i>	34
2.7. (Segue) La sollecitazione di deleghe da parte dell'emittente ..	36
2.8. (Segue) L'esercizio del diritto di voto da parte delle banche depositarie dei titoli	39
3. Le ragioni di tenuta del principio di inscindibilità nonostante le dinamiche contrarie	41

CAPITOLO SECONDO

LA RAPPRESENTANZA IN ASSEMBLEA PER MEZZO DI UNA RICHIESTA FORZOSA DI DELEGHE DI VOTO

4. L'evidenza della scissione nella delega di voto «sollecitata»	43
4.1. L'altalena storica del divieto del voto per delega: attualità delle riflessioni	47
4.2. I motivi della previsione e gli accorgimenti per l'esercizio del voto delegato in maniera consapevole ed informata.....	53
4.2.1. In via patologica: quando il voto per delega rischia di non essere consapevole	55

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

4.2.2. Le conseguenze sul rapporto civilistico tra azionista e rappresentante nonché sul più ampio ambito di governo societario	56
---	----

CAPITOLO TERZO

PROSPETTIVA STORICA E LINEAMENTI GENERALI DELLA SOLLECITAZIONE DI DELEGHE IN EUROPA E NEGLI STATI UNITI

5. La ratio e la natura della richiesta di conferimento di deleghe nel quadro generale della nozione di «delega di voto»	61
5.1. Le basi di diritto comune per una disciplina speciale	63
5.2. Le finalità della sollecitazione di deleghe come strumento di governo societario	68
6. La prima formulazione della <i>legge Draghi</i>	70
6.1. (Segue) Il committente e l'intermediario. I requisiti oggettivi e soggettivi (oggi abrogati)	73
6.2. (Segue) Il rapporto tra il committente e l'intermediario	74
7. La <i>direttiva 2007/36/CE</i> , la c.d. <i>Shareholders' right directive</i>	76
8. La rivoluzione copernicana del <i>d.lgs. 27/2010</i> ed il successivo correttivo, <i>d.lgs. 91/2012</i> : nozione di «sollecitazione» nel contesto dell'informativa pre-assembleare e l'attuale disciplina in Italia	77
8.1. (Segue) La nuova figura del promotore	80
8.2. (Segue) I particolari accorgimenti formali: la procedura e lo svolgimento della sollecitazione	82
8.3. (Segue) Il prospetto informativo	84
8.4. (Segue) Il modulo di delega	85
8.5. (Segue) L'ulteriore ed eventuale materiale diffuso	86
8.6. (Segue) Il conferimento e la revoca	87
8.7. (Segue) Il trattamento della delega di voto	89
8.8. (Segue) I rapporti tra delegato e delegante nell'esercizio del voto	91
9. Gli obblighi di comportamento e la responsabilità del promotore	93
10. Violazione delle regole di sollecitazione e rimedi risarcitori	95
11. Profili comparatistici	96
11.1. Cenni alle <i>proxy rules</i> statunitensi del <i>Security Exchange Act</i> del 1934	97
11.2. Il <i>Companies Act</i> del 2006 in Gran Bretagna	104
11.3. Il sistema francese del <i>mandat en blanc</i>	105
11.4. Il <i>Depotstimmrecht</i> in Germania	110
11.5. Il regime speciale delle <i>sociedades cotizadas</i> spagnole	113
11.6. La recente esperienza nei Paesi Bassi	118

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

11.7. La nuova proposta di direttiva della Commissione europea .	122
--	-----

CAPITOLO QUARTO

I DIVERSI PROFILI APPLICATIVI DEL PROBLEMA NEI METODI E NELLE FORME DI SOLLECITAZIONE

12. La sollecitazione di deleghe da parte dell'emittente.....	125
12.1. (Segue) La questione dogmatica	127
12.2. (Segue) Le limitazioni previste dall'art. 138 Reg. Emitt.	128
12.3. (Segue) L'ambito applicativo ed <i>enforcement</i>	131
13. La sollecitazione di deleghe da parte dei soci	133
14. La sollecitazione di deleghe da parte di terzi.....	135
14.1. (Segue) Il consulente in materia di voto in veste di promotore	136
14.2. (Segue) La sollecitazione da parte delle associazioni di azionist	142
14.3. (Segue) Altri metodi di sollecitazione	143

CAPITOLO QUINTO

L'UTILIZZO DELLE TECNICHE ALLOCATIVE DEI COSTI PER L'ALLINEMANTO DEL RISCHIO CON IL VOTO

15. Le problematiche di governance connesse alla parità di accesso alle finanze societarie ed i risvolti sulla dissociazione del rischio dal voto	145
16. 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	147
17. Spese della sollecitazione di deleghe. Allocazione efficiente dei costi	148
17.1. (Segue) I requisiti di trasparenza di spesa ed i costi di sollecitazione	150
18. Sollecitazione da parte dell'emittente. Utilizzo dei fondi sociali.	151
18.1. Elaborazione dei principi generali delle corti negli ordinamenti anglosassoni. Il concetto di ragionevolezza della spesa	152
18.2. Identificazione delle spese che gli amministratori possono addebitare all'emittente	155

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

19. Le ipotesi di limitazione a vantaggio di un'equità sostanziale ..	158
20. Sollecitazione da parte degli azionisti. Rimborso delle spese da parte dei fondi societari	159
20.1. (Segue) Il percorso logico-giuridico che ne legittimerebbe la previsione (anche normativa)	161
20.2. Il rimborso delle spese di una sollecitazione vittoriosa	163
20.3. Meritevolezza del rimborso anche per una non vittoriosa. Preminenza dell'interesse sociale e competenza assembleare.....	164
21. Giudizio di ragionevolezza delle spese da parte di un comitato endoconsiliare indipendente	165
22. Postilla: plausibile struttura della fase giudiziale volta al rimborso spese da parte dell'emittente	168

BIBLIOGRAFIA GENERALE	170
-----------------------------	-----

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,

⁽¹⁾ P.G. JAEGER, *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*, Cedam, Padova, 1976, pp. 700-701, cit.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

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 inquadrarsi in rigide regole onde evitare che la rappresentanza forzata degeneri.

In effetti, un'adeguata distribuzione dei costi di sollecitazione sopprimerrebbe alla dissociazione del rischio dal voto almeno nell'ambito della sollecitazione di deleghe, trasponendo 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, allorquando 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*, comma 5, cod. civ. 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.

E' 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.

CAPITOLO PRIMO

IL PRINCIPIO DI INDIVISIBILITÀ DELLA PARTECIPAZIONE AZIONARIA E LE SUE DEROGHE

SOMMARIO: 1. I principi di indivisibilità ed inscindibilità della partecipazione azionaria. – 1.1. I profili storici della crisi: dicotomia tra controllo e rischio economico. – 2. Le tecniche di dissociazione fra «trasferimento dell'esercizio» ed «attribuzione» del diritto di voto. – 2.1. Il rischio di abuso del diritto di voto. – 2.2. (Segue) Le azioni concesse in pegno o usufrutto, ovvero sottoposte a sequestro. – 2.3. (Segue) Il contratto di riporto del titolo di credito. – 2.4. (Segue) Il caso dei fondi comuni di investimento e dei fondi pensione. – 2.5. (Segue) Le azioni detenute con *equity swap* a breve termine. – 2.6. (Segue) La *record date*. – 2.7. (Segue) La sollecitazione di deleghe da parte dell'emittente. – 2.8. (Segue) L'esercizio del diritto di voto da parte delle banche depositarie dei titoli. – 3. Le ragioni di tenuta del principio di inscindibilità nonostante le dinamiche contrarie.

1. I principi di indivisibilità ed inscindibilità della partecipazione azionaria.

«Le azioni sono indivisibili» ⁽²⁾. Questo assunto apparentemente lapalissiano è trasfuso nell'art. 2347 cod. civ., tassello di ordine

⁽²⁾ 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. 1, 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 ss.; M. DI FABIO, *Riforma societaria e circolazione delle partecipazioni azionarie*, in *Riv. not.*, 2003, I, pp. 811 ss.; F. GALGANO – R. GENGHINI, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, F. GALGANO (diretto da), III ed., vol. XXIX, tomo 1, 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

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

generale nel nostro ordinamento giuridico ⁽³⁾. In altri termini, si afferma che la partecipazione azionaria ⁽⁴⁾ 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 classica ⁽⁵⁾.

In dottrina ⁽⁶⁾ tradizionalmente si è scissa la nozione di indivisibilità in senso tecnico ⁽⁷⁾, ovvero concepire la partecipazione

– 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. 2, Milano, 1924, pp. 543 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 ss.

⁽³⁾ 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), I ed., Cedam, Padova, 1976, p. 313 e P. SPADA, *Dalla nozione di tipo della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, I, 95, p. 110.

⁽⁴⁾ 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 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 1, Torino, 1991, p. 3. Anche la dottrina tedesca ha per lungo tempo ricercato una distinzione soddisfacente dei diversi significati della parola in questione: così H. RENAUD, *Das Recht der Aktiengesellschaften*, Lipsia, 1875, p. 90 e K. LEHMANN, *Das Recht der Aktiengesellschaften*, I ed., Berlino, 1898, p. 215, trattati in Italia da A. DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, cit., p. 492-493.

⁽⁵⁾ Cfr., altresì, G. COTTINO, *Diritto commerciale*, vol. I, Padova, 1976, p. 581 e F. DI SABATO, *Diritto delle società*, III ed., Milano, 2011, p. 252.

⁽⁶⁾ B. VISENTINI, voce *società (Azioni di)*, cit., p. 975.

⁽⁷⁾ 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.

come entità unitaria ⁽⁸⁾, *status* ⁽⁹⁾, posizione contrattuale ⁽¹⁰⁾, o addirittura diritto patrimoniale *sui generis* ⁽¹¹⁾, da quella di inscindibilità ⁽¹²⁾, intesa come «impossibilità di scomporre le varie posizioni giuridiche che si compendiano nella partecipazione azionaria e di una loro attribuzione a soggetti diversi» ⁽¹³⁾.

Si è pure ricercata una connessione tra i due profili tramite la deduzione del secondo dal primo ⁽¹⁴⁾, erigendo l'indivisibilità a regola organizzativa della società per azioni e chinando l'inscindibilità a rapporto intercorrente tra le singole posizioni giuridiche in essa comprese ed il complesso unitario da loro risultante ⁽¹⁵⁾.

⁽⁸⁾ *Ivi*, p. 31.

⁽⁹⁾ Già in questo senso T. ASCARELLI, *Appunti di diritto commerciale*, II ed., Roma, 1936, p. 51 e, poi, 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 ss.

⁽¹⁰⁾ 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 ss.

⁽¹¹⁾ Seppur in minoranza, cfr. G.C. M. RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, Milano, 1965, pp. 249 e 264 ss.

⁽¹²⁾ 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 ovverosia, 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*, V ed., 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 e G. MARASÀ, *Legittimazione dell'azionista ed iscrizione nel libro dei soci*, in *Riv. dir. civ.*, 1975, II, pp. 35 e 46, nt. 45.

⁽¹³⁾ Sul tema, M. BIONE, *op. cit.*, p. 30.

⁽¹⁴⁾ 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».

⁽¹⁵⁾ C. ANGELICI, *Sulla «inscindibilità» della partecipazione azionaria*, cit., p. 125.

Tuttavia, prevale la tesi dell'eterogeneità dei due concetti ⁽¹⁶⁾. 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» ⁽¹⁷⁾, senza alcuna correlazione diretta con il fondamento normativo di cui all'art. 2347 cod. civ.

Si fa assurgere così l'identità soggettiva della titolarità ⁽¹⁸⁾ a valore primario del diritto societario, da cui discende un rapporto unitario, quale declinazione del principio di uniformità ed autonomia dell'azione ⁽¹⁹⁾, che tende a soddisfare l'esigenza di equilibrio di potere e rischio ⁽²⁰⁾, ovvero di determinazione della volontà dell'impresa e di concorso ai risultati economici della medesima.

La dottrina tedesca ⁽²¹⁾, 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 società ⁽²²⁾.

⁽¹⁶⁾ Cfr. N. GASPERONI, *Le azioni di società*, Padova, 1942, p. 119 ss.; ID., voce *Società (azioni di)*, in *Noviss. dig. it.*, vol. II, Torino, 1958, pp. 183 ss.; e G. COTTINO, *Le convenzioni di voto nelle società commerciali*, Milano, 1958.

⁽¹⁷⁾ 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. cod. civ.*, A. SCIALOJA – G. BRANCA (a cura di), I ed., 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 cod. civ. e art. 1, comma 3, r.d. 29 marzo 1942 n. 239).

⁽¹⁸⁾ Per una declinazione del principio in parola al diritto di voto, v. M. BIONE, *op. cit.*, p. 33.

⁽¹⁹⁾ P. G. JAEGER, *Il voto «divergente» nelle società per azioni*, Milano, 1976, p. 59 ss.

⁽²⁰⁾ T. ASCARELLI, *Riflessioni in tema di titoli azionari, personalità giuridica e società tra società*, in *Saggi di diritto commerciale*, Milano, 1955, pp. 219 ss.

⁽²¹⁾ 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, p. 145 ss. e H. WÜRDINGER, *Aktienrecht*, Kalsruhe, 1959, pp. 38-39.

⁽²²⁾ L'argomentazione è stata ripresa in Italia da F. D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, Milano, 1968, pp. 118 ss.

Altri autori ⁽²³⁾, 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 socio ⁽²⁴⁾.

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

E' oramai indiscusso, ciò nonostante, che il principio dell'inscindibilità non impedisca una separata attribuzione ⁽²⁵⁾, e dunque circolazione, di alcuni diritti ⁽²⁶⁾ che, seppur scaturenti dalla medesima partecipazione azionaria, sono stati eretti ad autonomi diritti soggettivi, talvolta estranei all'organizzazione societaria ⁽²⁷⁾.

⁽²³⁾ Cfr. G. MIGNONE, *sub art. 2347*, in *Codice commerciale delle società*, N. ABRIANI - M. STELLA RICHTER (a cura di), Torino, 2010, pp. 648 ss.

⁽²⁴⁾ V. altresì M. LIBERTINI – A. MIRONE – P. M. SANFILIPPO, *sub art. 2347*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, vol. II, tomo 1, Padova, 2010, p. 242.

⁽²⁵⁾ 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 ss.; G.C. M. RIVOLTA, *Sulla divisione delle quote sociali*, in *Riv. soc.*, 1974, pp. 531 ss.; e S. GATTI, *L'iscrizione nel libro dei soci*, Milano, 1969. In giurisprudenza, v. Cass. 12 maggio 1965, n. 909, in *Giur. It.*, 1965, I, 1, p. 1507, con nota critica di G. Santini.

⁽²⁶⁾ E' 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. 16, Torino, 1985, pp. 195 ss.

⁽²⁶⁾ E' 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. 16, Torino, 1985, pp. 195 ss.

⁽²⁷⁾ 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*

Questo inevitabilmente mina le fondamenta della nozione stessa di partecipazione sociale ed ancora prima di contratto di società *tout court* ⁽²⁸⁾.

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 societario ⁽²⁹⁾.

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 voto ⁽³⁰⁾, la privazione all'azionista di tale diritto talvolta ha carattere strumentale al raggiungimento di taluni obiettivi primari ⁽³¹⁾. Si attribuisce ad un terzo una legittimazione secondaria e derivata rispetto alla titolarità della partecipazione ⁽³²⁾.

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 ss. e G.L. PELLIZZI, *Principi di diritto cartolare*, Bologna, 1967.

⁽²⁸⁾ V. O. CAGNASSO, voce *Azioni di società*, in *Dig. disc. priv.*, Sez. comm., Torino, 1987, pp. 127 ss.

⁽²⁹⁾ M. BIONE, *op. cit.*, p. 32.

⁽³⁰⁾ Cfr. G. SENA, *Il voto nell'assemblea delle società per azioni*, Milano, 1961, p. 40 ss. e A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960.

⁽³¹⁾ 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.

⁽³²⁾ 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 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 ss; B. BOULOC, *Les nouvelles valeurs mobilières: les certificats*

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

Le previsioni normative in cui è contemplata la scissione del diritto di voto dalla titolarità della partecipazione ⁽³³⁾, seppur seguendo un percorso assai travagliato ⁽³⁴⁾, 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» ⁽³⁵⁾.

L'identificazione formale viene così attuata mediante la tecnica del capitale sociale, frammentato in azioni assegnate ai soci ⁽³⁶⁾, i quali per iniziativa unilaterale possono modificare il contenuto della partecipazione azionaria al fine di realizzare un proprio o altrui interesse ⁽³⁷⁾.

d'investissement e les titres participatifs, in *Rev. soc.*, 1983, pp. 501 ss; nonché P. BALZARINI, *Certificati d'investimento e titres participatifs: nuovi tipi di valori mobiliari*, in *Quadrimestre*, 1984, pp. 672 ss; ed, infine, P. SPADA, *Titoli di credito (1977-1986)*, in *Riv. dir. civ.*, 1986, II, p. 617.

⁽³³⁾ La rassegna della casistica di maggior rilievo, stigmatizzata nel tempo, seguirà *infra* § 2.2. e ss.

⁽³⁴⁾ Sul punto vedasi *infra* § 4.

⁽³⁵⁾ Cfr. V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Morano, Napoli, 1960, p. 179 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.

⁽³⁶⁾ 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, p. 437 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*, II ed., 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), II ed., vol. VII, Padova, 1984, p. 293; A. DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, cit., pp. 45 ss.; C. ANGELICI, *Le disposizioni generali sulla società per azioni*, cit., p. 212; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, vol. 2, *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), II ed., Utet, 1983, p. 252; e G. FERRI, *Manuale*, V ed., Torino, 1980.

⁽³⁷⁾ Di per sé il fine non sarebbe illecito. E' 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 proprio od altrui collida con l'interesse collettivo.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

Non in tutti i casi, nondimeno, l'utilizzazione di termini come «spettanza»⁽³⁸⁾, 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 partecipazione⁽³⁹⁾.

Nelle tecniche di dissociazione si suole distinguere fra «trasferimento della titolarità dell'esercizio»⁽⁴⁰⁾ 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 stessa⁽⁴¹⁾.

⁽³⁸⁾ 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 cod. civ. relativo al pegno ed usufrutto di azioni di cui si parlerà *infra* § 2.2.

⁽³⁹⁾ 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.

⁽⁴⁰⁾ 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.

⁽⁴¹⁾ 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.

Le differenze sono tangibili: mentre, l'«attribuzione» non genera alcuna violazione della inscindibilità, ma sì dell'indivisibilità sul piano degli interessi ⁽⁴²⁾; nel trasferimento della mera titolarità dell'esercizio si ha all'opposto lesione della inscindibilità ⁽⁴³⁾, 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 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.

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'abuso ⁽⁴⁴⁾.

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

⁽⁴²⁾ Laddove, ad esempio nel riporto, le parti pattuiscono la restituzione dei titoli.

⁽⁴³⁾ Tanto che le facoltà non vengono esercitate in maniera unitaria da un unico soggetto.

⁽⁴⁴⁾ Nei rapporti tra delegante e delegato, per l'appunto, sono dettate ben due livelli normativi: quello generale dell'art. 2373 cod. civ. e quello speciale per le società quotate all'art. 135-*decies* T.U.F. entrambe volti a regolare le situazioni di conflitto di interessi.

tutto egoistici che non coincidono né con l'interesse sociale né con quello dell'azionista ⁽⁴⁵⁾. 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 medesimo ⁽⁴⁶⁾.

Nell'ottica della tutela dell'azionista, si è registrata sempre nella giurisprudenza della Sezione Prima Civile ⁽⁴⁷⁾ un'altra posizione più rigorosa 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

⁽⁴⁵⁾ 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.

⁽⁴⁶⁾ Cfr. Cass. 16 novembre 2007, n. 23824.

⁽⁴⁷⁾ 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 cod. civ. 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 cod. civ., 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».

partecipazione in società»⁽⁴⁸⁾, ovvero *salva rerum substantia*, sulla base di una visione prettamente oggettiva, piuttosto che soggettiva.

In questi termini, passiamo alla rassegna casistica già accennata.

2.2. (Segue) Le azioni concesse in pegno o usufrutto, ovvero sottoposte a sequestro.

E' il caso, *in primis*, del pegno, dell'usufrutto e del sequestro di azioni⁽⁴⁹⁾. L'art. 2352 cod. civ. al comma primo 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»⁽⁵⁰⁾.

Quanto al pegno ed all'usufrutto, si registra un'importante deroga al principio dell'inscindibilità⁽⁵¹⁾: seppur l'opinione storicamente dominante⁽⁵²⁾ è sempre stata ancorata all'idea della spettanza del diritto di voto unicamente al socio, la dottrina iniziò ad

⁽⁴⁸⁾ 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.

⁽⁴⁹⁾ 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.

⁽⁵⁰⁾ Cfr. F. FERRARA SEN., *L'usufrutto dei crediti nel diritto civile italiano*, in *Riv. it. sc. giur.*, 1904, XXXVIII, pp. 325 ss.

⁽⁵¹⁾ 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.

⁽⁵²⁾ Cfr. F. FERRARA SEN., *L'usufrutto dei crediti nel diritto civile italiano*, in *Riv. it. sc. giur.*, 1905, XXXIX, p. 142-143.

elaborare tesi contrarie ⁽⁵³⁾ 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 neutralizzazione ⁽⁵⁴⁾.

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 voto ⁽⁵⁵⁾.

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 garantita ⁽⁵⁶⁾; dall'altra, il socio debitore è interessato all'aumento del valore patrimoniale del titolo azionario e alla sua redditività prospettica ⁽⁵⁷⁾.

Parimente, l'usufruttuario ha interesse all'incremento attuale ed immediato del valore della partecipazione, mentre il nudo proprietario

⁽⁵³⁾ V., con riferimento all'ipotesi di azioni al portatore, F. MESSINEO, *I titoli di credito*, II ed., Cedam, 1964, p. 284 per l'usufrutto e p. 311 per il pegno; e G. VENEZIAN, *Dell'usufrutto, dell'uso e dell'abitazione*, II ed., vol. II, Tipografia Soc. torinese, 1931, p. 452.

⁽⁵⁴⁾ 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 ss.; ed infine A. DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, cit., p. 419.

⁽⁵⁵⁾ 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.

⁽⁵⁶⁾ V. F. GALGANO, *Diritto Privato*, XXII ed., Padova, 2004, pp. 614 ss.

⁽⁵⁷⁾ S. POLI, *Il pegno di azioni*, Milano, 2000, p. 287.

è portatore di un'aspettativa futura alla redditività dei propri titoli a partire dal momento in cui tornerà a disporre⁽⁵⁸⁾.

La rubrica dell'art. 2352 cod. civ. menziona anche il sequestro tra le ipotesi di separazione del diritto di voto dalla partecipazione⁽⁵⁹⁾. La genericità dell'espressione lascia intendere che si riferisca sia al sequestro giudiziario⁽⁶⁰⁾ sia al sequestro conservativo⁽⁶¹⁾ ancorché rispondenti a finalità differenti⁽⁶²⁾.

Il custode, senza possibilità di patto contrario⁽⁶³⁾, 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 pignoratizio⁽⁶⁴⁾.

Non si parla, in questo caso, di attribuzione della titolarità di un diritto reale parziario in capo al terzo, bensì meramente che al custode

⁽⁵⁸⁾ Tesi avallata dalla storica Cass. 17 giugno 1953, n. 1975, in *Foro it.*, 1954, p. 806.

⁽⁵⁹⁾ Cfr. F. BELLI – C. ROVINI, *Riporto (contratto di)*, in *Noviss. Dig. it.*, A. AZARA – E. EULA (diretto da), III ed., vol. 1, Torino, 1957-1975, pp. 541 ss.

⁽⁶⁰⁾ Cfr. G. RAGUSA MAGGIORE, *Riporto (contratto di)*, in *Enc. dir.*, Milano, 1958-<2008>, vol. XL, pp. 1024 ss.

⁽⁶¹⁾ Cfr. F. CARINGELLA, *Manuale di diritto civile*, F. CARINGELLA – G. DE MARZO (a cura di), vol. 3, Milano, 2008, pp. 1117 ss.

⁽⁶²⁾ 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 pubblicistici, 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 ss.

⁽⁶³⁾ 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.

⁽⁶⁴⁾ 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. RAUCH, *Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln*, II ed., Graz, 1950, pp. 88-101; M. WEIDER, *Der Niessbrauch an Aktien*, Lipsia, 1925; e W. BIGIAMI, *Estensione dell'usufrutto alle azioni «optate»?*, in *Riv. dir. trim. dir. proc. civ.*, 1947, pp. 584 ss.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

dei titoli sequestrati viene attribuita la semplice legittimazione all'esercizio del diritto di voto ⁽⁶⁵⁾.

2.3. (Segue) Il contratto di riporto del titolo di credito.

Un certo affievolimento del principio di inscindibilità si ricorda anche nel caso del riporto di titoli azionari ⁽⁶⁶⁾. Per la sua stessa funzione economico-giuridica ⁽⁶⁷⁾ si presta facilmente ad essere complice di operazioni societarie talvolta con finalità elusive ⁽⁶⁸⁾. A mente dell'art. 1550 cod. civ. invero il diritto di voto, salvo patto contrario, spetta al riportatore ⁽⁶⁹⁾.

Ancora oggi in dottrina si disquisisce sulla *ratio* di questa attribuzione al riportatore del diritto di voto ⁽⁷⁰⁾. E a maggior ragione se ne discute con riferimento all'uso che ne è stato fatto in ambito

⁽⁶⁵⁾ Il custode diversamente non è portatore 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, p. 2 ss.

⁽⁶⁶⁾ A mente dell'art. 1548 cod. civ. il riporto è definito come «il contratto per il quale il riportatore 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».

⁽⁶⁷⁾ Cfr. A. RIZZIERI, *sub art. 1548 cod. civ.*, in *Commentario breve al codice civile*, G. CIAN – A. TRABUCCHI (a cura di), Padova, 2009, p. 1624.

⁽⁶⁸⁾ 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.

⁽⁶⁹⁾ La similitudine delle discipline non può portarci a confondere il riporto con la vendita a termine ai sensi dell'art. 1531 cod. civ. in quanto, mentre nella vendita il voto spetta al venditore (ovvero il riportato), nel riporto al riportatore e, comunque, non consentito il patto contrario.

⁽⁷⁰⁾ Cfr. G. COTTINO, *Del riporto e della permuta (Art. 1548-1555)*, in *Comm. cod. civ.*, A. SCIALOJA – G. BRANCA (a cura di), V ed., Bologna-Roma, 1982, p. 61, sull'incoerenza rispetto alla disciplina della vendita a termine.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

assembleare, costituendo un valido incentivo alle manovre di voto ⁽⁷¹⁾.

Il riportatore si garantisce l'accaparramento di azioni in vista di un'assemblea e riguardo ad essa assicura il voto nella misura maggioritaria ⁽⁷²⁾.

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 interessi ⁽⁷³⁾: 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 cod.

⁽⁷¹⁾ 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.

⁽⁷²⁾ Anche se il legislatore avesse deciso nel senso opposto, ovvero di dare il diritto di voto al riportato, sarebbe stato uguale.

⁽⁷³⁾ 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.

civ. in questo caso il prezzo per il trasferimento a termine è diminuito nei confronti del prezzo versato al momento del primo scambio ⁽⁷⁴⁾.

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 voto ⁽⁷⁵⁾. Anche nel contratto di riporto il principio di inscindibilità subisce limitazioni ⁽⁷⁶⁾, sebbene per effetto di un atto di autonomia negoziale delle parti e non per volontà del legislatore come in altri casi ⁽⁷⁷⁾.

2.4. (Segue) Il caso dei fondi comuni di investimento e dei fondi pensione.

La legislazione in materia di fondi comuni di investimento ⁽⁷⁸⁾ e di fondi pensione ⁽⁷⁹⁾ 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 risparmio ⁽⁸⁰⁾.

Il diritto di voto, dunque, è devoluto nell'interesse dei partecipanti, apaticamente disinteressati alla vita amministrativa della

⁽⁷⁴⁾ R. COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, p. 313.

⁽⁷⁵⁾ Cfr. A. WEILLER, *In tema di invalidità di sindacati azionari di amministrazione*, in *Foro pad.*, 1947, I, p. 244 e G. OPPO, *Negozi parasociali*, Milano, 1942, p. 111 ss.

⁽⁷⁶⁾ Cfr. R. CORRADO, *I contratti di borsa*, in *Trattato di diritto civile italiano*, F. VASSALLI (diretto da), Torino, 1950, p. 294-296.

⁽⁷⁷⁾ 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, 1, p. 209.

⁽⁷⁸⁾ 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).

⁽⁷⁹⁾ 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.

⁽⁸⁰⁾ Cfr. F. VELLA, *sub. art. 40 T.U.F.*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, G.F. CAMPOBASSO (diretto da), vol. I, Torino, 2002, p. 357.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

società⁽⁸¹⁾, 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 quota⁽⁸²⁾.

Stante, tra l'altro, la formulazione del secondo comma dell'art. 40 T.U.F., l'esercizio del diritto di voto da parte del gestore non può dirsi neppure obbligatorio⁽⁸³⁾: 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 T.U.F., salvo che ciò violi il rapporto fiduciario ed integri criteri di responsabilità contrattuale dell'intermediario⁽⁸⁴⁾. 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 remunerazione⁽⁸⁵⁾.

⁽⁸¹⁾ 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 ss.

⁽⁸²⁾ 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.

⁽⁸³⁾ 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.

⁽⁸⁴⁾ *Ivi*, p. 320.

⁽⁸⁵⁾ E' 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 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.

Quanto ai fondi pensione, mentre l'art. 6, comma 4-*ter* d.lgs. 21 aprile 1993, n. 124 ⁽⁸⁶⁾ attribuisce ai fondi la titolarità dei valori e delle disponibilità conferiti in gestione, il comma 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 medesimo ⁽⁸⁷⁾.

A seconda delle convezioni fra fondi e gestori muta anche la composizione degli interessi eterogenei sottostanti ⁽⁸⁸⁾: 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'incarico ⁽⁸⁹⁾. 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 affidatogli ⁽⁹⁰⁾, la valutazione di meritevolezza degli interessi da

⁽⁸⁶⁾ G. PARTESOTTI, *La gestione dei fondi pensione tra pluralismo e par condicio tra gestori*, in *Contr. impr.*, 1996, pp. 1109 ss.

⁽⁸⁷⁾ 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.

⁽⁸⁸⁾ 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.

⁽⁸⁹⁾ Cfr. G. CASELLI, *Dissociazione fra titolarità delle azioni e titolarità del diritto di voto nella disciplina delle forme pensionistiche complementari*, cit., p. 326.

⁽⁹⁰⁾ 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.

sottoporre a tutela - a danno tuttavia del principio di inscindibilità ⁽⁹¹⁾
- fa sì che l'attribuzione della titolarità della partecipazione sociale sia
al gestore, mentre quella del diritto di voto al fondo.

2.5. (Segue) 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 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 importo ⁽⁹²⁾.

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 voto ⁽⁹³⁾.

L'effetto della detenzione delle azioni senza la copertura del relativo rischio economico attraverso l'acquisizione di una posizione a

⁽⁹¹⁾ 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.

⁽⁹²⁾ 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 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.

⁽⁹³⁾ 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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

breve termine con un contratto di *equity swap* fa sì che la parte c.d. lunga ⁽⁹⁴⁾ 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 voto ⁽⁹⁵⁾.

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 mercato ⁽⁹⁶⁾.

2.6. (Segue) La *record date*.

Altro mattone dal muro dell'inscindibilità è stato tolto dal legislatore con l'introduzione della c.d. *record date* ⁽⁹⁷⁾. La nuova disciplina di cui agli artt. 2347, comma 1, cod. civ. e 83-*sexies* T.U.F. ha definitivamente scalfito il principio per cui non era consentito

⁽⁹⁴⁾ In termini anglosassoni anche detto il *equity amount receiver*, ovvero l'intermediario finanziario dell'operazione.

⁽⁹⁵⁾ 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 ss.

⁽⁹⁶⁾ 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.

⁽⁹⁷⁾ E' 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*.

attribuire la titolarità del diritto di voto in assemblea ad un soggetto diverso dal socio ⁽⁹⁸⁾.

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 assemblea ⁽⁹⁹⁾.

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 registrazione ⁽¹⁰⁰⁾.

La *record date*, dunque, si qualifica come fattore dissociativo e, allo stesso tempo, criterio attributivo del diritto di voto ⁽¹⁰¹⁾, avvicinando inevitabilmente l'azionista cedente dopo la data di registrazione alla posizione del creditore pignoratizio, ovvero

⁽⁹⁸⁾ 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 ss; P. FERRO-LUZZI, *Azioni: gestione accentrata o dematerializzazione, partecipazione all'assemblea*, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 493 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 ss.

⁽⁹⁹⁾ 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.

⁽¹⁰⁰⁾ 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*, cit., pp. 1000 ss. e 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 ss.

⁽¹⁰¹⁾ 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.

dell'usufruttario, che pur non essendo azionisti esercitano il diritto di voto ⁽¹⁰²⁾.

2.7. (Segue) 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 voto ⁽¹⁰³⁾, ipotesi di «trasferimento dell'esercizio di voto» consentito dalla legge ⁽¹⁰⁴⁾.

⁽¹⁰²⁾ 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 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 cod. civ. in ragione della violazione del principio del *neminem laedere*».

⁽¹⁰³⁾ 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

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

Certamente la sollecitazione di deleghe promossa dall'emittente, nonostante la recente introduzione in Italia, rappresenta il modello più problematico dal punto di vista concettuale ⁽¹⁰⁵⁾.

Il ruolo del promotore è stato liberalizzato anche nel nostro ordinamento che nell'arco di pochi anni ha subito una rivoluzione copernicana in ambito assembleare ⁽¹⁰⁶⁾. Quest'ipotesi, tuttavia, genera forti dubbi in ordine agli 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

rappresentante delegato sia mero *nuncius*, privo di interessi propri, a cui può essere consentita l'attribuzione temporanei dell'esercizio del diritto di voto.

⁽¹⁰⁴⁾ 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.

⁽¹⁰⁵⁾ 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), Milano, Giuffrè, 1998, pp. 101 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, *Art. 136140 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. 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 ss., sostiene la sua ammissibilità e coerenza.

⁽¹⁰⁶⁾ L'opinione è indiscussa in dottrina; v., di recente, N. MICHIELI, *La rappresentanza azionaria secondo il decreto attuativo della Direttiva Soci*, in *Banca impresa soc.*, 2, 2012, pp. 259 e 265.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

sollecitazione di deleghe che, viceversa, gli azionisti di maggioranza si procurano per il tramite dell'emittente ⁽¹⁰⁷⁾.

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 assembleare ⁽¹⁰⁸⁾.

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, comma 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 (comma 2 del medesimo articolo) ⁽¹⁰⁹⁾.

⁽¹⁰⁷⁾ Cfr. S. BRUNO, *Ruolo dell'assemblea di s.p.a. nella corporate governance*, Collana di Studi Luiss, 24, Padova, Cedam, 2012, pp. 211 e 212.

⁽¹⁰⁸⁾ 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.

⁽¹⁰⁹⁾ 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, 1, 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), Milano, Giuffrè, 1998, pp. 130 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 vogliano organizzare un'opposizione al gruppo di controllo».

2.8. (Segue) 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 depositaria dei titoli detenuti in forza di specifiche clausole contrattuali sottoscritte più o meno (in)consciamente dall'investitore ⁽¹¹⁰⁾.

In Italia la questione fu stroncata sul nascere dalla legge n. 7 giugno 1974, n. 216 ⁽¹¹¹⁾, con la quale venne impedito l'esercizio di tale voto per delega ⁽¹¹²⁾.

Il dibattito è tanto complesso quanto attuale: basti pensare che la disciplina del *Depotstimmrecht* tedesco ⁽¹¹³⁾ 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

⁽¹¹⁰⁾ 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 miniriforma della società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1975, I, p. 212.

⁽¹¹¹⁾ 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.

⁽¹¹²⁾ Secondo altri, ad esempio il Progetto Ascarelli, doveva essere consentito seppur con limiti quantitativi ed informativi.

⁽¹¹³⁾ 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, *par. 126 e seg.*, 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. 4, Aktiengesellschaft, Monaco, 1988, p. 399; T. BAUMS – P. VON RANDOW, *Des Markt für Stimmrecht*, in AG, 1995, p. 145; e T. BAUMS, *Vollmachtstimmrecht der Banken – Ja oder nein?*, in AG, 1996, p. 11.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

puntuale informazione del socio circa i punti all'ordine del giorno e le materie portate alla discussione assembleare ⁽¹¹⁴⁾.

Il limite invalicabile è costituito anche in questo caso dal «rilascio consapevole delle procure» ⁽¹¹⁵⁾.

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 depositarie ⁽¹¹⁶⁾.

In Italia l'art. 210, comma 1, T.U.F., seppur sommessamente e senza un grande seguito, riammette già dal 1998 la delega alle banche nella misura in cui all'art. 2372, comma 4, cod. civ. ne ha soppresso le parole «né ad aziende ed istituti di credito» ⁽¹¹⁷⁾. 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 pericolo ⁽¹¹⁸⁾.

⁽¹¹⁴⁾ 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 e B. LIBONATI, *Recenti tendenze del diritto germanico in tema di società e cartelli*, in *Riv. soc.*, 1957, p. 896.

⁽¹¹⁵⁾ R. WEIGMANN, *Concorrenza e mercato azionario*, Milano, 1978, cit., p. 46.

⁽¹¹⁶⁾ 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 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; e L. BIAMONTI, *Rappresentanza degli azionisti in assemblea da parte di istituti di credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1956, I, pp. 520 ss. Più di recente, M. BIANCA, *La rappresentanza dell'azionista nelle società a capitale diffuso*, Padova, Cedam, 2003, p. 91.

⁽¹¹⁷⁾ Cfr. P. MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, G. COTTINO (diretto da), vol. IV, tomo 2, Padova, Cedam, 2004, p. 182.

⁽¹¹⁸⁾ B. PETRAZZINI, *Art. 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

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 estinzione ⁽¹¹⁹⁾, 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 rigide ⁽¹²⁰⁾. La norma di cui all'art. 2372 cod. civ. 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 stesso ⁽¹²¹⁾.

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

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.

⁽¹¹⁹⁾ 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.

⁽¹²⁰⁾ 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*, II ed., Bologna, 1984, p. 296.

⁽¹²¹⁾ C. ANGELICI, *Sulla «inscindibilità» della partecipazione azionaria*, cit., p. 134.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

vera e propria attribuzione, nonostante le norme imperative glielo vietassero ⁽¹²²⁾.

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 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 T.U.F.

⁽¹²²⁾ E' la mancanza dell'effetto deterrente sanzionatorio che ha spianato la strada a questi usi e queste prassi al limite della liceità.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

CAPITOLO SECONDO

LA RAPPRESENTANZA IN ASSEMBLEA PER MEZZO DI UNA RICHIESTA FORZOSA DI DELEGHE DI VOTO

SOMMARIO: 4. L'evidenza della scissione nella delega di voto «sollecitata». – 4.1. L'altalena storica del divieto del voto per delega: attualità delle riflessioni. – 4.2. I motivi della previsione e gli accorgimenti per l'esercizio del voto delegato in maniera consapevole ed informata. – 4.2.1. In via patologica: quando il voto per delega rischia di non essere consapevole. – 4.2.2. Le conseguenze sul rapporto civilistico tra azionista e rappresentante nonché sul più ampio ambito di governo societario.

4. 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 riconosciuto ⁽¹²³⁾, della legittimazione secondaria all'esercizio del diritto di voto ⁽¹²⁴⁾.

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 volontaria ⁽¹²⁵⁾.

⁽¹²³⁾ 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.

⁽¹²⁴⁾ Cfr., *ex plurimis*, S. GATTI, *La rappresentanza del socio nell'assemblea*, Milano, Giuffrè, 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; e G. PELLEGRINO, *La nuova disciplina della rappresentanza dell'azionista nelle società quotate*, Milano, 2002.

⁽¹²⁵⁾ 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

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

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 mandato ⁽¹²⁶⁾, ovvero a titolo gratuito, come nel caso della delega rilasciata al familiare per votare in assemblea di società chiuse ⁽¹²⁷⁾, oppure ancora assunto dal delegato nel proprio esclusivo interesse se ha ottenuto l'incarico a fronte di un beneficio per il delegante ⁽¹²⁸⁾.

Viceversa, è *nuncius*, nei confronti del delegante ⁽¹²⁹⁾, se il rappresentante ha assunto l'impegno esclusivamente di *comunicare* al terzo la volontà predeterminata del rappresentato. In tale ipotesi il

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 e V. DE LORENZI, *Rappresentanza diretta volontaria nella conclusione dei contratti e analisi economica del diritto*, Milano, 2002.

⁽¹²⁶⁾ 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*).

⁽¹²⁷⁾ 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.

⁽¹²⁸⁾ 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 cod. civ.).

⁽¹²⁹⁾ 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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

delegato al voto non gestisce l'affare, ma esegue il servizio di trasmettere il voto in assemblea come il rappresentante comune nella proprietà di azioni (art. 2347 cod. civ.), 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.

E' 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* ⁽¹³⁰⁾, altre volte gli può essere attribuita maggiore libertà decisionale ⁽¹³¹⁾. In

⁽¹³⁰⁾ 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.

⁽¹³¹⁾ Pur sempre nei limiti imposti dall'art. 2372 cod. civ. e dagli artt. 135novies e ss. del Testo Unico. Al riguardo, cfr. C. PASQUARIELLO, *Commento all'art. 2372 c.c.*, in *Le nuove Leggi civili commentate*, Padova, Cedam, 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. 24.02.1998 n. 58*, G. MARCHETTI – L. A. BIANCHI (diretto da), Milano, 1999; AA. VV., *Il Testo*

ogni caso l'attenuazione del principio di inscindibilità ⁽¹³²⁾ 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 vantaggio ⁽¹³³⁾.

In questa seconda ipotesi non si ha più un conferimento spontaneo e cosciente della delega ⁽¹³⁴⁾, 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

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.

⁽¹³²⁾ Alla quale non corrisponde un'altrettanta marcata costrizione dell'indivisibilità della partecipazione nell'ottica della funzione organizzativa che gli si conferisce.

⁽¹³³⁾ 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.

⁽¹³⁴⁾ 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. E' 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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

necessario porre lacci e laccioli a questo genere di rappresentanza⁽¹³⁵⁾.

4.1. 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 comportamento⁽¹³⁶⁾.

La prima codificazione del principio di rappresentanza in assemblea risale al Codice di commercio del 1865⁽¹³⁷⁾ il cui art. 147 stabiliva che «gli azionisti possono farsi rappresentare da mandatari alle assemblee generali»⁽¹³⁸⁾. 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

⁽¹³⁵⁾ 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.

⁽¹³⁶⁾ 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 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. TROPONG, *Contratto di società*, Livorno, 1842; F. GALGANO, *Storia del diritto commerciale*, Bologna, 1976; e S. GATTI, *La rappresentanza del socio nell'assemblea*, cit., p. 12.

⁽¹³⁷⁾ Il Codice di commercio del 1865 si rifaceva in larga parte al Codice di commercio sardo del 1842; per un *excursus* storico, v. A. PADOA SCHIOPPA, *Saggi di diritto commerciale*, Milano, 1992, pp. 149 ss.

⁽¹³⁸⁾ La disposizione menzionata rappresenta la prima regola di diritto positivo circa il voto per delega, così come ricordato da G. PALMIERI, *Art. 136-137*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, G.F. CAMPOBASSO (diretto da), Utet, Torino, 2002, p. 1115. 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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

amministratori sui soci anche tramite un'articolata regolamentazione della rappresentanza assembleare ⁽¹³⁹⁾.

Il Progetto Vivante ⁽¹⁴⁰⁾, che prese vita nel primo trentennio del Novecento, fu diffusamente recepito dal Codice civile del 1942 ⁽¹⁴¹⁾.

Dalla lettura del testo originario dell'art. 2372 cod. civ. ⁽¹⁴²⁾, pur trasparendo con una certa nitidezza tutto lo sfavore che all'epoca si nutriva nei confronti della rappresentanza assembleare ⁽¹⁴³⁾, il

⁽¹³⁹⁾ 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., p. 96 ss.

⁽¹⁴⁰⁾ 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 e 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.

⁽¹⁴¹⁾ 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.

⁽¹⁴²⁾ 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».

⁽¹⁴³⁾ 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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

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 pubbliche ⁽¹⁴⁴⁾.

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 amministrazione ⁽¹⁴⁵⁾ ed anche all'incetta voti da parte degli amministratori ⁽¹⁴⁶⁾.

Negli anni immediatamente successivi ⁽¹⁴⁷⁾ prese vita un vivace dibattito che vide la sintesi dei maggiori temi legati al fenomeno della rappresentanza assembleare nel Progetto Ascarelli ⁽¹⁴⁸⁾. 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 finanziarie ⁽¹⁴⁹⁾.

In altre parole, al di sotto della disputa sulla rappresentanza assembleare venivano intraviste le soluzioni per altre due profonde

⁽¹⁴⁴⁾ Era già visibile che il primario intento nell'introduzione della disciplina della rappresentanza assembleare era di solleticare l'apatico azionista di risparmio, che non avrebbe avuto alcun pretesto o incentivo ad un coinvolgimento nell'attività sociale, a partecipare alla volontà assembleare.

⁽¹⁴⁵⁾ 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.

⁽¹⁴⁶⁾ Cfr. M. BIANCA, *La rappresentanza dell'azionista nelle società a capitale diffuso*, cit., p. 53.

⁽¹⁴⁷⁾ 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.

⁽¹⁴⁸⁾ V. T. ASCARELLI, *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 1.

⁽¹⁴⁹⁾ G. COTTINO, *Le convenzioni di voto nelle società commerciali*, Milano, 1958, p. 205.

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 prestabiliti ⁽¹⁵⁰⁾; 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 alle nuove esigenze dimensionali e di internazionalizzazione delle imprese italiane ⁽¹⁵¹⁾.

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 quotate ⁽¹⁵²⁾. Il tavolo di confronto si incentrò principalmente sull'abuso così evidentemente perpetrato dalle banche depositarie nell'esercizio del voto delegato ⁽¹⁵³⁾, tanto che con il Progetto De Gregorio ⁽¹⁵⁴⁾ si addivenne all'introduzione del generale

⁽¹⁵⁰⁾ F. VELLA, *Limiti alla rappresentanza azionaria e rapporto banca e impresa*, cit., p. 311.

⁽¹⁵¹⁾ In realtà, poi, salvo che per la legge del '74, le diverse proposte di riforma sfociarono anche nella l. 28.03.1983 n. 77 sulla disciplina delle grandi imprese e del mercato finanziario, in cui tuttavia il dibattito sulla rappresentanza assembleare fu marginale.

⁽¹⁵²⁾ 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 e G. FERRI, *La tutela dell'azionista in una prospettiva di riforma*, in *Riv. soc.*, 1961, p. 177.

⁽¹⁵³⁾ 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.

⁽¹⁵⁴⁾ Alla fine naufragò in parlamento e fu portato a conclusioni il diverso Progetto De Gennaro – Visentini del 1967.

divieto di conferimento della delega alle banche depositarie dei titoli⁽¹⁵⁵⁾.

Con la riforma del 1974⁽¹⁵⁶⁾ 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 soddisfacente⁽¹⁵⁷⁾.

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 delegato⁽¹⁵⁸⁾, quanto piuttosto le implicazioni di governo societario connesse all'esercizio massiccio del voto per delega⁽¹⁵⁹⁾.

Con la *legge Draghi* alla fine degli anni '90 si giungerà ad una definitiva innovazione del sistema⁽¹⁶⁰⁾: il legislatore stretto tra

⁽¹⁵⁵⁾ Poi confluito nell'art. 8 l. n. 216 del 1974.

⁽¹⁵⁶⁾ 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.

⁽¹⁵⁷⁾ L'istituto della sollecitazione di deleghe non fu neppure fatto entrare all'interno del dibattito parlamentare.

⁽¹⁵⁸⁾ Già l'istituto del mandato di cui agli artt. 1703 ss. cod. civ. risolve molte delle problematiche connesse, seppur la rappresentanza assembleare sia speciale rispetto alla volontaria tradizionalmente trattata in diritto civile.

⁽¹⁵⁹⁾ La tematica è stata trattata trasversalmente da molte culture giuridiche: si rinvia agli autori citati alla nt. 201.

⁽¹⁶⁰⁾ 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; e R. MASERA, *Nuove regole per le società quotate*, in *Giur. comm.*, 1997, I, p. 801.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

l'esigenza di ammodernamento della società per azioni ⁽¹⁶¹⁾ 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 recepite ⁽¹⁶²⁾, spiccava un'organica disciplina della sollecitazione di deleghe assembleari sul modello delle *proxy rules* ⁽¹⁶³⁾. 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 gestire ⁽¹⁶⁴⁾, interi gruppi imprenditoriali ⁽¹⁶⁵⁾; 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

⁽¹⁶¹⁾ 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.

⁽¹⁶²⁾ 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.

⁽¹⁶³⁾ 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.

⁽¹⁶⁴⁾ 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.

⁽¹⁶⁵⁾ 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.

introdotta con lo scopo contrario, ovvero quello di incentivare (e non limitare) l'utilizzo della delega, prima di quel momento affatto impiegata.

Sulla stessa scia ⁽¹⁶⁶⁾ si è posta di recente la *direttiva 2007/36/CE* relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate ⁽¹⁶⁷⁾. 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 giorno ⁽¹⁶⁸⁾.

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 conto ⁽¹⁶⁹⁾.

4.2. 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 indirizzata la

⁽¹⁶⁶⁾ 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.

⁽¹⁶⁷⁾ 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.

⁽¹⁶⁸⁾ Per un approfondimento sull'attuale disciplina si rinvia *infra* § 8.

⁽¹⁶⁹⁾ 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, *Art. 136-144*, in *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria*, C. RABITTI BEDOGNI (a cura di), Milano, 1998, p. 130; B. PETRAZZINI, *Art. 136-140*, in *La legge Draghi e le società quotate in Borsa*, cit., p. 195 ss.; e G. PALMIERI, *op. cit.*, p. 1115.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

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 ricompone 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 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).

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

Entrando dunque nel cuore della patologia ⁽¹⁷⁰⁾: 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 giorno ⁽¹⁷¹⁾, 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 delega ⁽¹⁷²⁾, 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 voto ⁽¹⁷³⁾.

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

⁽¹⁷⁰⁾ A. TUCCI, *Le deleghe di voto nelle public companies statunitensi*, in *Dir. comm. intern.*, 1998, p. 385.

⁽¹⁷¹⁾ L'odierna disciplina tende soprattutto ad imporre al rappresentante la *disclosure* degli interessi e dei legami che il medesimo sottende alla delega di voto.

⁽¹⁷²⁾ 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.

⁽¹⁷³⁾ 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.

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 assemblea ⁽¹⁷⁴⁾.

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.

4.2.2. 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

⁽¹⁷⁴⁾ 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 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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

dichiarazioni a verbale ⁽¹⁷⁵⁾. 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 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

⁽¹⁷⁵⁾ 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. E' 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.

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 pubblico ⁽¹⁷⁶⁾, prescrive l'intervento esogeno di forme di controllo amministrativo che sostituiscano le garanzie privatistiche poste a tutela delle posizioni giuridiche soggettive connesse alla partecipazione azionaria ⁽¹⁷⁷⁾. 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 saperlo ⁽¹⁷⁸⁾.

Il presente studio deve quindi continuare tanto nella direzione che il problema risieda nel rapporto civilistico tra azionista e rappresentante ⁽¹⁷⁹⁾, quanto nel più ampio ambito di governo

⁽¹⁷⁶⁾ 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.

⁽¹⁷⁷⁾ 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 autoperpetuarsi.

⁽¹⁷⁸⁾ 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 T.U.F. non sono sufficiente ad evitarlo. Ciò sarà oggetto di una più approfondita trattazione *infra* § 12.2.

⁽¹⁷⁹⁾ In questo senso la disciplina speciale della rappresentanza assembleare si sovrappone talvolta a quella civilista 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 cod. civ.) 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 T.U.F. dispone sempre e comunque la facoltà di revoca in ogni momento. Per una compiuta disamina prettamente privatistica

societario ⁽¹⁸⁰⁾ e, per quanto ci interessa, anche con riferimento alla problematica dei costi ⁽¹⁸¹⁾.

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.

⁽¹⁸⁰⁾ In una prospettiva storiografica, si ricordi AA.VV., *The Courts and the development of Commercial Law*, V. PIERGIOVANNI (a cura di), Berlino, 1987, p. 11; 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.

⁽¹⁸¹⁾ 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, ovvero sia per il corretto esplicarsi delle dinamiche dell'assemblea in cui la delega di voto verrà utilizzata».

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

CAPITOLO TERZO

PROSPETTIVA STORICA E LINEAMENTI GENERALI DELLA SOLLECITAZIONE DI DELEGHE IN EUROPA E NEGLI STATI UNITI

SOMMARIO: 5. La *ratio* e la natura della richiesta di conferimento di deleghe nel quadro generale della nozione di «delega di voto». – 5.1. Le basi di diritto comune per una disciplina speciale. – 5.2. Le finalità della sollecitazione di deleghe come strumento di governo societario. – 6. La prima formulazione della *legge Draghi*. – 6.1. (Segue) Il committente e l'intermediario. I requisiti oggettivi e soggettivi (oggi abrogati). – 6.2. (Segue) Il rapporto tra il committente e l'intermediario. – 7. La direttiva 2007/36/CE, la c.d. *Shareholders' right directive*. – 8. 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. – 8.1. (Segue) La nuova figura del promotore. – 8.2. (Segue) I particolari accorgimenti formali: la procedura e lo svolgimento della sollecitazione. – 8.3. (Segue) Il prospetto informativo. – 8.4. (Segue) Il modulo di delega. – 8.5. (Segue) L'ulteriore ed eventuale materiale diffuso. – 8.6. (Segue) Il conferimento e la revoca. – 8.7. (Segue) Il trattamento della delega di voto. – 8.8. (Segue) I rapporti tra delegato e delegante nell'esercizio del voto. – 9. Gli obblighi di comportamento e la responsabilità del promotore. – 10. Violazione delle regole di sollecitazione e rimedi risarcitori. – 11. Profili comparatistici. – 11.1. Cenni alle *proxy rules* statunitensi del *Security Exchange Act* del 1934. – 11.2. Il *Companies Act* del 2006 in Gran Bretagna. – 11.3. Il sistema francese del *mandat en blanc*. – 11.4. Il *Depotsstimmrecht* in Germania. – 11.5. Il regime speciale delle *societades cotizadas* spagnole. – 11.6. La recente esperienza nei Paesi Bassi. – 11.7. La nuova proposta di direttiva della Commissione europea.

5. 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 nozioni ⁽¹⁸²⁾. Tra di esse si pone un rapporto gerarchico di

⁽¹⁸²⁾ 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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

consequenzialità ⁽¹⁸³⁾: 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 medesima ⁽¹⁸⁴⁾.

Difatti, per delega di voto si intende «il conferimento della rappresentanza per l'esercizio del voto nelle assemblee» ⁽¹⁸⁵⁾, 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 cod. civ. valgano per ogni ipotesi di rappresentanza organica, volontaria o negoziale ⁽¹⁸⁶⁾.

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 esse ⁽¹⁸⁷⁾: il conferimento di delega, in

⁽¹⁸³⁾ 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 antiliberali 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.

⁽¹⁸⁴⁾ 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.

⁽¹⁸⁵⁾ 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.

⁽¹⁸⁶⁾ Di questa opinione anche M. BIANCA, *La rappresentanza dell'azionista nelle società a capitale diffuso*, cit., p. 219.

⁽¹⁸⁷⁾ 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*

forza di un contratto di mandato (art. 1704 cod. civ.); 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 cod. civ. ⁽¹⁸⁸⁾; 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 continuata ⁽¹⁸⁹⁾.

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 assemblee ⁽¹⁹⁰⁾.

5.1. 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

società per azioni, in *Quaderni di Giurisprudenza commerciale*, Milano, Giuffrè, 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*, Roma, Luiss University Press, 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.

⁽¹⁸⁸⁾ 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.

⁽¹⁸⁹⁾ 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*, Bologna, Il Mulino, 2002, p. 163 ss. e 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), Torino, Utet Giuridica, 2011, p. 881.

⁽¹⁹⁰⁾ 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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

una disciplina speciale che prede piede dall'art. 2372 cod. civ. sino all'art. 136 T.U.F., limitatamente alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio ⁽¹⁹¹⁾.

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 mandato ⁽¹⁹²⁾: il seme è insito nell'art. 2372 cod. civ., che, applicato in via residuale e nei limiti già visti ⁽¹⁹³⁾, 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

⁽¹⁹¹⁾ 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 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; e 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 oramai 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.

⁽¹⁹²⁾ 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, Padova, Cedam, 2011, pp. 507 ss.

⁽¹⁹³⁾ Ciò si desume dall'art. 135-novies, comma 8, T.U.F. in cui al primo periodo si sancisce espressamente che resta fermo quanto previsto dall'art. 2372 cod. civ.

contro il *Reg. Borsa Italiana* non dispone alcunché in merito alla rappresentanza in assemblea ⁽¹⁹⁴⁾.

La sez. II-ter del Capo II (*Disciplina delle società con azioni quotate*), agli art. 135-novies del T.U.F., disciplina le deleghe di voto delle Società con azioni quotate (art. 119 T.U.F.). 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, T.U.F.) ed alcuni interventi recenti sono assai importanti (d.lgs. n. 28/2010 e d.lgs. 91/2012) ⁽¹⁹⁵⁾.

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 assemblea ⁽¹⁹⁶⁾.

All'art. 135-novies, comma 1, T.U.F. si ripete la regola che il socio ha il diritto di farsi rappresentare in assemblea. La previsione di

⁽¹⁹⁴⁾ 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.

⁽¹⁹⁵⁾ 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.

⁽¹⁹⁶⁾ 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 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 cod. civ. La sottrazione ad influenze improprie trova rimedio nell'invalidità delle deliberazioni assembleari per eccesso di potere.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

un rappresentante, che sembra derogare all'art. 2372 cod. civ., è praticamente vanificata per i successivi commi ⁽¹⁹⁷⁾.

Del diritto comune (art. 2372 cod. civ.) rimane fermo che il rilascio della procura debba avvenire per iscritto ed il correlativo obbligo di conservazione (comma 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 (comma 2), salva la deroga limitata a SGR, SICAV e società di gestione armonizzate (art. 135-*novies*, comma 8, T.U.F.). Permane anche l'estensione dei divieti di rappresentanza alle girate per procura (comma 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* T.U.F.), diversamente impostata e sviluppata. Mentre il codice, con esclusione delle società quotate (comma 8), dispone divieti di assumere la rappresentanza del socio per gli esponenti indicati (comma 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* T.U.F. «Il conferimento di una delega ad un rappresentante in conflitto d'interessi è consentito», anche ad uno degli esponenti ai quali l'art. 2372 cod. civ. 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

⁽¹⁹⁷⁾ Su quanto siano ampie le deroghe in parola rinvio a quanto già scritto in G. N. ANTICHI, *Le Funzionalità delle assemblee: l'attuale legislazione nel confronto internazionale*, in *Dir. fall.*, 2014, 5, I, pp. 618 ss.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

“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 comma («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, comma 7, *Reg. emitt.* per cui «[...] Il promotore non può acquisire deleghe di voto ai sensi dell’art. 2372». 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 mandatario⁽¹⁹⁸⁾.

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

⁽¹⁹⁸⁾ 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* T.U.F. 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.

raccogliere e sollecitare il conferimento delle deleghe di voto a proprio vantaggio, fermo restando gli obblighi informativi ⁽¹⁹⁹⁾.

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 parte ⁽²⁰⁰⁾.

5.2. 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 rinvergono principalmente nelle strutture dei diversi mercati finanziari ⁽²⁰¹⁾.

⁽¹⁹⁹⁾ 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. I voto nell'assemblea delle società per azioni*, Milano, 1961, pp. 423 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.

⁽²⁰⁰⁾ 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.

⁽²⁰¹⁾ 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, Unternehmenskontrolle, 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

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 proprio ⁽²⁰²⁾. 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.

Addirittura dal 2012 la sollecitazione può essere promossa da chiunque ⁽²⁰³⁾. 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 titoli ⁽²⁰⁴⁾, nonché qualsiasi altro operatore finanziario possono farsi collettori di deleghe.

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. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 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.

⁽²⁰²⁾ 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*, VIII ed., Londra, 2008; ID., *Introduction to Company Law*, II ed., Oxford, Oxford Univ. Press, 2010; L.C.B. GOWER, *The principles of modern company law*, Londra, 1957 e F. A. GEVURTZ, *Corporation Law*, II ed., West group, 2010.

⁽²⁰³⁾ 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).

⁽²⁰⁴⁾ 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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

La sollecitazione di deleghe è divenuta un nuovo strumento di contendibilità del governo societario alternativo, e meno dispendioso, alla scalata tramite offerta pubblica di acquisto ⁽²⁰⁵⁾. Con il limite tuttavia della continuità del controllo acquisito ⁽²⁰⁶⁾: 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 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 assembleare ⁽²⁰⁷⁾, 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.

6. 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

⁽²⁰⁵⁾ 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.

⁽²⁰⁶⁾ V., negli Stati Uniti, S. M. BAINBRIDGE, *Redirecting state takeover laws at proxy contests*, in *Wis. L. Rev.*, 1992, p. 1071.

⁽²⁰⁷⁾ 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. FLEISCHER, *Zukunftfragen der Corporate Governance in Deutschland und Europa: Aufsichtsräte, institutionelle Investoren, Proxy Advisors und Whistleblowers*, in *ZGR*, 40/2, 2011, pp. 155-181.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

Stati Uniti d'America ⁽²⁰⁸⁾, risale al 1998 ⁽²⁰⁹⁾. 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 societarie ⁽²¹⁰⁾.

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 minoranza ⁽²¹¹⁾.

A questo tipo di organizzazione dell'impresa commerciale in Italia, ancora non perfettamente allineata nella direzione di separare la proprietà dalla gestione amministrativa quotidiana ⁽²¹²⁾, mancavano strumenti attraverso i quali gli azionisti potessero pretendere di essere correttamente informati circa le politiche intraprese dall'organo di

⁽²⁰⁸⁾ La disciplina federale statunitense è entrata in vigore già nel 1935 con la *Section 14* del *Securities Exchange Act* del 1934. Si veda *infra* § 11.1.

⁽²⁰⁹⁾ 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. RICCIARDIELLO, *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.

⁽²¹⁰⁾ *Quaderni di Finanza* della Consob n. 29 – agosto 1998 intitolato «Lavori preparatori per il testo unico della finanza - diritto societario», p. 50, cit.

⁽²¹¹⁾ 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*, PATRONI GRIFFI A. – SANDULLI M. – SANTORO V. (a cura di), Torino, 1999, p. 887.

⁽²¹²⁾ 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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

amministrazione, di valutare i risultati degli amministratori e di votare per la loro revoca in caso di risultati negativi ⁽²¹³⁾.

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 perseguire ⁽²¹⁴⁾. 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 istituto ⁽²¹⁵⁾.

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

⁽²¹³⁾ 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 T.U. 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 T.U. 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.

⁽²¹⁴⁾ 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.*, 1, 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.

⁽²¹⁵⁾ 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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

dunque lo scopo da perseguire ⁽²¹⁶⁾. Tutto questo al fine di rivitalizzare la democrazia societaria ⁽²¹⁷⁾.

6.1. (Segue) 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 T.U.F. 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 mesi ⁽²¹⁸⁾. La *Consob* poteva stabilire percentuali inferiori per società a elevata capitalizzazione e ad azionariato particolarmente diffuso.

⁽²¹⁶⁾ E' 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.

⁽²¹⁷⁾ 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.

⁽²¹⁸⁾ 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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

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 ⁽²¹⁹⁾.

6.2. (Segue) Il rapporto tra il committente e l'intermediario.

I rapporti tra l'intermediario ed il committente nascenti in forza dell'art. 138 T.U.F. ⁽²²⁰⁾ erano inevitabilmente disciplinati da un contratto consensuale ad effetti obbligatori. Si discuteva se potesse

⁽²¹⁹⁾ 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. 24.02.1998 n. 58*, G. MARCHETTI – L. A. BIANCHI (diretto da), Milano, 1999, p. 1372; P. PISCITELLO, *Art. 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.

⁽²²⁰⁾ 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 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 inferiori. 2. Ai fini previsti dal comma 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».

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

essere inquadrato nel mandato senza rappresentanza ⁽²²¹⁾, oppure in un contratto di appalto di servizi *ex art. 1677 cod. civ.*

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 sollecitazione ⁽²²²⁾.

Il contenuto dell'incarico che veniva affidato dal committente all'intermediario ⁽²²³⁾ 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 voto ⁽²²⁴⁾. 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 previsti ⁽²²⁵⁾. Quanto alle deleghe già raccolte, taluni ritenevano che potessero essere esercitate direttamente dal committente, altri ne paventavano l'inefficacia ⁽²²⁶⁾.

⁽²²¹⁾ I sostenitori della tesi argomentavano sul limite dell'intrasferibilità nella sfera giuridica del committente degli effetti dell'incarico.

⁽²²²⁾ 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.

⁽²²³⁾ 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.

⁽²²⁴⁾ Per un commento alla previgente disciplina, v. L. PISANI, *Art. 139 e 140*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, G.F. CAMPOBASSO (diretto da), Utet, Torino, 2002, p. 1140.

⁽²²⁵⁾ Generalmente consisteva in un avviso da pubblicarsi su quotidiano a diffusione nazionale.

⁽²²⁶⁾ F. GHEZZI, *op. cit.*, p. 1309.

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

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

E' 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 assemblea ⁽²²⁷⁾.

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

⁽²²⁷⁾ 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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

svolgono in un determinato periodo, ovvero il numero di persone che l'azionista poteva designare come rappresentanti per una determinata assemblea ⁽²²⁸⁾).

8. 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

⁽²²⁸⁾ 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:

a) 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;

b) 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). (...)».

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

azionisti su *specifiche proposte di voto* ovvero *accompagnata da raccomandazioni, dichiarazioni o altre indicazioni idonee a influenzare il voto* ⁽²²⁹⁾. È stato eliminato il requisito del possesso azionario ⁽²³⁰⁾ 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 ⁽²³¹⁾. 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 avviene ⁽²³²⁾, nulla

⁽²²⁹⁾ 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, comma 2, cod. civ. 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. MICIELI, *op. cit.*, p. 257.

⁽²³⁰⁾ 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.

⁽²³¹⁾ 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.

⁽²³²⁾ 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.

vieterrebbe, 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 richiesta orale di conferimento di delega di voto con la delega vera e propria che ai sensi dell'art. 2372, comma 1, cod. civ. 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 prospetto ⁽²³³⁾. 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 posizione ⁽²³⁴⁾. 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*) ⁽²³⁵⁾, oppure di raccogliere anche le deleghe non adesive (c.d. *two-way* o *dual proxy*) ⁽²³⁶⁾.

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 ⁽²³⁷⁾, bensì come

⁽²³³⁾ 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.

⁽²³⁴⁾ Cfr. G. PRESTI, *La sollecitazione e la raccolta delle deleghe di voto*, cit., p. 57.

⁽²³⁵⁾ L'opzione *one-way proxy* è preferita da G. PRESTI, *Ivi*, p. 56.

⁽²³⁶⁾ 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 ss. e R. SACCHI, *Sollecitazione e raccolta delle deleghe di voto*, cit., pp. 383 ss.

⁽²³⁷⁾ 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 e 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.

strumento deputato a favorire gli interessi del promotore al fine di raccogliere adesioni per una determinata scelta imprenditoriale ⁽²³⁸⁾.

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.

8.1. (Segue) La nuova figura del promotore.

La nuova figura del promotore sostituisce definitivamente le due precedenti del committente ed intermediario ⁽²³⁹⁾. L'art. 3, comma 16, e l'art. 7, comma 1, d.lgs. 27 gennaio 2010 n. 27, abrogando gli artt. 139 e 140 T.U.F., lo definisce all'art. 136, comma 1, lett. c), T.U.F. come il soggetto, compreso l'emittente ⁽²⁴⁰⁾, 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

⁽²³⁸⁾ 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.

⁽²³⁹⁾ 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.

⁽²⁴⁰⁾ L'innovazione è dovuta dall'art. 3, comma 15, d.lgs. 18 giugno 2012 n. 91 che ha inserito le parole «compreso l'emittente» all'art. 136, comma 1, lett. c), T.U.F.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

paragrafi esaminati ⁽²⁴¹⁾, 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 secondaria ⁽²⁴²⁾. 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, comma 9, *Reg. Emitt.*, ne sopporta i relativi costi, eventualmente compensato da colui per conto del quale, e nell'interesse del quale, sollecita ⁽²⁴³⁾. Per ciò stesso chi sollecita è nella situazione di conflitto delineata dall'art. 135-*decies* T.U.F., che l'art. 137, comma 1, T.U.F.

⁽²⁴¹⁾ 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.

⁽²⁴²⁾ 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, comma 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.

⁽²⁴³⁾ 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.

richiama, accanto all'art. 135-*novies* T.U.F., per la sollecitazione, ovvero 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*, comma 1, T.U.F., onde evitare che venga frainteso, assunto come mandatario.

8.2. (Segue) 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 T.U.F.).

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

azioni ⁽²⁴⁴⁾. L'avviso tassativamente deve indicare ⁽²⁴⁵⁾: 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'avviso ⁽²⁴⁶⁾, chiunque diffonde informazioni attinenti alla sollecitazione ne dà contestuale comunicazione alla *Borsa Italiana S.p.A.* e alla *Consob*, che può richiedere la diffusione di precisazioni e chiarimenti ⁽²⁴⁷⁾.

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 interruzione ⁽²⁴⁸⁾.

⁽²⁴⁴⁾ 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.

⁽²⁴⁵⁾ Così G. MINERVINI, *Art. 136*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, cit., p. 1238.

⁽²⁴⁶⁾ Cfr. G. PALMIERI, *op. cit.*, p. 1115.

⁽²⁴⁷⁾ 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.

⁽²⁴⁸⁾ 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.

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, comma 2, T.U.F.) ⁽²⁴⁹⁾.

8.3. (Segue) 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.* ⁽²⁵⁰⁾. 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 comunicazione ⁽²⁵¹⁾. 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 conferimento delle deleghe, assolve la funzione informativa

⁽²⁴⁹⁾ 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.

⁽²⁵⁰⁾ Addirittura negli allegati citati sono contenuti importanti spunti effettivamente sottovalutati nel Testo Unico, quali la *one way proxy* o la sollecitazione di deleghe parziali.

⁽²⁵¹⁾ Così, M. BIANCA, *La rappresentanza dell'azionista nelle società a capitale diffuso*, cit., p. 275.

preassembleare tipica del *proxy statement* e della *proxy card* negli Stati Uniti ⁽²⁵²⁾.

8.4. (Segue) 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 sollecitazione ⁽²⁵³⁾.

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

⁽²⁵²⁾ 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.

⁽²⁵³⁾ Ancora M. BIANCA, *La rappresentanza dell'azionista nelle società a capitale diffuso*, cit., p. 284.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

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.

8.5. (Segue) 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, comma 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 emittente» ed al comma 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 sociale ⁽²⁵⁴⁾.

8.6. (Segue) 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, comma 2, d.lgs. 7 marzo 2005, n. 82 ⁽²⁵⁵⁾. 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 collaboratore ⁽²⁵⁶⁾.

⁽²⁵⁴⁾ C. PASQUARIELLO, *Commento sub art. 136 t.u.f.*, 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.

⁽²⁵⁵⁾ V. A. AIELLO, *Art. 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.

⁽²⁵⁶⁾ E' 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 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

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 proposte ⁽²⁵⁷⁾.

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 verificano 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'assemblea ⁽²⁵⁸⁾. 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

quel momento, sicché le ragioni delle prescrizioni dell'art. 2372, comma 3, cod. civ., sono assicurate se resta responsabile la stessa organizzazione.

⁽²⁵⁷⁾ Così M. LAMANDINI, *Art. 138 e 144*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, G.F. CAMPOBASSO (diretto da), Utet, Torino, 2002, p. 1136.

⁽²⁵⁸⁾ 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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

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 delibere ⁽²⁵⁹⁾.

8.7. (Segue) Il trattamento della delega di voto.

Detta delega è revocabile ⁽²⁶⁰⁾ 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 voto ⁽²⁶¹⁾.

⁽²⁵⁹⁾ V. B. PETRAZZINI, *Art. 136-140*, in *La legge Draghi e le società quotate in Borsa*, cit., p. 195 ss.

⁽²⁶⁰⁾ 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 cod. civ., 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, comma 2, ult. part., cod. civ.).

⁽²⁶¹⁾ 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, comma 6, cod. civ.). 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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

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'assemblea ⁽²⁶²⁾.

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 originaria ⁽²⁶³⁾ e, nel caso il promotore opti ovvero debba esercitare anche in maniera difforme da taluna delle proprie proposte (*two way proxy*), il delegante può indicare specifiche

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.

⁽²⁶²⁾ 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.

⁽²⁶³⁾ 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. 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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

istruzioni di voto anche per ulteriori deliberazioni non oggetto della sollecitazione ⁽²⁶⁴⁾.

8.8. (Segue) 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, comma 2, T.U.F.). Laddove, invero, il promotore non sia una persona fisica si applica l'art. 2372, comma 4, cod. civ. 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 T.U.F. ⁽²⁶⁵⁾ 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 T.U.F. 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.

⁽²⁶⁴⁾ 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.

⁽²⁶⁵⁾ 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 T.U.F.*, F. VELLA (a cura di), tomo II, Torino, 2012, p. 1481; e ID., *Art. 135-decies*, in *Commentario T.U.F.*, *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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

Nello specifico, la legge individua il conflitto nelle situazioni enumerate nello stesso art. 135-*decies*, comma 2, T.U.F. 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) ⁽²⁶⁶⁾.

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 stessa ⁽²⁶⁷⁾.

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. 1711, comma 2, cod. civ.; se invece il delegato versa in quelle situazioni che l'art. 135-*decies* T.U.F. indica al comma 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,

⁽²⁶⁶⁾ 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; 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.

⁽²⁶⁷⁾ 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.

il voto deciso dal socio così da eliminare alla radice la possibilità del conflitto.

9. 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'ultima⁽²⁶⁸⁾.

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. E' tenuto, poi, a dare notizia con comunicato stampa, diffuso senza indugio con le modalità indicate nell'art. 136, comma 3, *Reg. Emitt.*, dell'espressione del voto, delle motivazioni del voto eventualmente esercitato in modo difforme da quello proposto, nonché dell'esito della votazione.

Ai sensi dell'art. 142, comma 2, T.U.F. 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

⁽²⁶⁸⁾ Così S. GATTI, *Art. 137, in Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, cit., p. 1245.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

abbia formulato proposte, secondo la volontà espressa dal delegante stesso nel modulo di delega ai sensi dell'art. 138, comma 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 cod. civ. ⁽²⁶⁹⁾.

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 consapevole ⁽²⁷⁰⁾, il promotore risponde dell'idoneità delle medesime ed è responsabile della loro completezza ⁽²⁷¹⁾.

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 maggioritaria ⁽²⁷²⁾ questo tipo di controllo pone a carico del soggetto responsabile un'obbligazione di risultato, nella misura in cui la redazione di

⁽²⁶⁹⁾ 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, Padova, Cedam, 2011, p. 581.

⁽²⁷⁰⁾ Si tenga conto che il comma primo dell'art. 143 T.U.F. 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, *Art. 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.

⁽²⁷¹⁾ 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.

⁽²⁷²⁾ Di cui fa parte anche R. PREMONTE, *Art. 142, 143 e 144*, in *Il Testo Unico della Finanza*, cit., p. 1885.

suddetti documenti deve consentire ai destinatari di assumere una decisione consapevole.

La responsabilità del promotore ⁽²⁷³⁾ 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 risparmio ⁽²⁷⁴⁾. Al fine di agevolare i deleganti, l'art. 143, comma 3, T.U.F. stabilisce l'inversione dell'onere della prova a carico del promotore rispetto alla disciplina generale di cui all'art. 2697 cod. civ., per cui nei giudizi di risarcimento dei danni derivanti da violazione di legge è tenuto a dimostrare di avere agito con la diligenza richiesta ⁽²⁷⁵⁾. Il soggetto delegante deve comunque dimostrare che se avesse ricevuto informazioni idonee da parte del promotore non avrebbe votato in modo conforme a quanto proposto ⁽²⁷⁶⁾.

10. 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

⁽²⁷³⁾ 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.

⁽²⁷⁴⁾ 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 della sollecitazione, così come dagli investitori nell'offerta pubblica di acquisto in conseguenza dell'inadeguatezza o dell'insufficienza delle informazioni divulgate.

⁽²⁷⁵⁾ Cfr. P. SFAMENI, *Art. 143*, 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. 1438.

⁽²⁷⁶⁾ *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.

cui la *Consob* abbia disposto il divieto all'attività di sollecitazione al promotore ⁽²⁷⁷⁾. 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 deliberazione ⁽²⁷⁸⁾.

11. 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 Uniti ⁽²⁷⁹⁾, il cui modello ha 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

⁽²⁷⁷⁾ Cfr. R. PREMONTE, Art. 144, in *Il Testo Unico della Finanza*, cit., p. 1890.

⁽²⁷⁸⁾ 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.

⁽²⁷⁹⁾ 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 Case for Increased Oversight and Control*, in *Stan. J.L. Bus. & Fin.*, 14, 2008-2009, p. 384; e C. ROHRLICH, *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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

rappresentante diviene mero *nuncius* della volontà adesiva del socio e di pari passo il *Depotstimmrecht* tedesco ⁽²⁸⁰⁾, 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.

11.1. 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 l'intervento

⁽²⁸⁰⁾ 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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

personale del socio in assemblea, nonché quella di ricorrere ad una raccolta organizzata delle deleghe di voto ⁽²⁸¹⁾.

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 rastrellamento delle deleghe di voto, rilasciate da azionisti inconsapevoli, così da autopettersi ⁽²⁸²⁾. Le preoccupazioni di alcuni esponenti dell'epoca tra cui Brandeis, Ripley, Berle e Means ⁽²⁸³⁾ 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 deleghe ⁽²⁸⁴⁾.

Ulteriore spinta propulsiva al *proxy voting* fu concessa dalla teorizzazione della c.d. *shareholder democracy* negli anni '40 da parte di Emerson e Latham ⁽²⁸⁵⁾. 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

⁽²⁸¹⁾ Uno dei più completi scritti in lingua italiana circa le *proxy rules* statunitensi è senza dubbio A. TUCCI, *op. cit.*, p. 391.

⁽²⁸²⁾ 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.*, 111, 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.

⁽²⁸³⁾ 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.

⁽²⁸⁴⁾ Il contesto era quello di una riforma organica del mercato dei valori mobiliari fortemente voluta dalla *Presidenza Roosevelt* a seguito del crollo del '29.

⁽²⁸⁵⁾ Cfr. F. D. EMERSON – F. C. LATHAM, *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 Reexamined*, in *Mich. L. Rev.*, 89, 1990-1991, p. 520.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

della rappresentanza assembleare, atte a controbilanciare e criticare le scelte di gestione operate dagli amministratori ⁽²⁸⁶⁾.

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* ⁽²⁸⁷⁾.

Dagli anni '90 in poi il mercato mobiliare è stato essenzialmente devoluto a professionisti della finanza, tra cui gli investitori istituzionali, che hanno fatto pressioni per la riscoperta degli strumenti «partecipativi», quali la delega di voto ⁽²⁸⁸⁾. 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

⁽²⁸⁶⁾ L. H. AXE, *Corporate proxies*, in *Mich. L. Rev.*, 41, 1942-1943, p. 38.

⁽²⁸⁷⁾ A. TUCCI, *op. cit.*, p. 395.

⁽²⁸⁸⁾ 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.

14, e per la regolamentazione di dettaglio nel *Regulation 14* della *Securities Exchange Commission* e nei relativi moduli allegati ⁽²⁸⁹⁾.

La *rule 14a-1* definisce l'ambito di applicazione in maniera nettamente più ampia rispetto a come è stato recepito in Italia ⁽²⁹⁰⁾. Si intende sollecitazione, difatti, «ogni altra comunicazione ad azionisti in situazioni ragionevolmente ritenute dirette a concessione, al rifiuto o alla revoca di una delega» ⁽²⁹¹⁾. Tanto più ampia è la definizione

⁽²⁸⁹⁾ 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.

⁽²⁹⁰⁾ 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 T.U.F.) 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.

⁽²⁹¹⁾ La *rule 14a-1 lett. l)* testualmente recita «The terms “solicit” and “solicitation” include:

- (i) Any request for a proxy whether or not accompanied by or included in a form of proxy;
- (ii) Any request to execute or not to execute, or to revoke, a proxy; or
- (iii) 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:

- (i) The furnishing of a form of proxy to a security holder upon the unsolicited request of such security holder;
- (ii) The performance by the registrant of acts required by § 240.14a-7;
- (iii) The performance by any person of ministerial acts on behalf of a person soliciting a proxy; or
- (iv) 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,

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 irrigidisse eccessivamente l'informativa preassembleare, nel 1992 il legislatore federale introdusse due importanti correttivi alla nozione di sollecitazione: da una parte, identificò espressamente quali forme di comunicazione tra azionisti non costituissero sollecitazione ⁽²⁹²⁾; 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 autorizzazione ⁽²⁹³⁾.

Quanto alla pubblicità e la diffusione del materiale divulgativo, ivi compresi il prospetto di sollecitazione ed il modulo di delega, non tediamo 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 ordinamento ⁽²⁹⁴⁾, fatto

(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».

⁽²⁹²⁾ 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.

⁽²⁹³⁾ 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 philanthropy in the contractual theory of the corporation*, in *Cornell L. R.*, 1999, p. 1195.

⁽²⁹⁴⁾ La letteratura statunitense in materia di deleghe di voto è molto vasta e risalente; cfr. ESQ. COURTS OULAHAN, *Some practical problems involved in proxy*

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

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'ultimi ⁽²⁹⁵⁾.

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 disegnata la sollecitazione di deleghe da parte degli azionisti in Italia ⁽²⁹⁶⁾.

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 sollecitazione del *management* ⁽²⁹⁷⁾. Se però gli amministratori si oppongono alla proposta degli azionisti, devono includere nel proprio prospetto di sollecitazione anche quello degli

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.

⁽²⁹⁵⁾ 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.

⁽²⁹⁶⁾ 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.

⁽²⁹⁷⁾ Così D. E. SCHWARTZ, *The public-interest proxy contest: reflections on campaign gm*, in *Mich. L. Rev.*, 69, 1970-1971, p. 419.

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⁽²⁹⁸⁾. 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 sollecitazione⁽²⁹⁹⁾.

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»⁽³⁰⁰⁾, nonché l'omissione di fatti necessari a non rendere false ed ingannevoli le dichiarazioni diffuse⁽³⁰¹⁾.

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*

⁽²⁹⁸⁾ In questo senso C.A. REMINGTON, *A political Speech Exception to the Regulation of proxy solicitation*, in *Columbia Law Review*, 77, 1986, p. 1453.

⁽²⁹⁹⁾ Per meglio comprendere il funzionamento della *shareholder proposal*, si suggerisce M. S. WERBNER, *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.

⁽³⁰⁰⁾ 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.

⁽³⁰¹⁾ 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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

(³⁰²). 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* (³⁰³).

11.2. 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 USA (³⁰⁴). 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 socio (³⁰⁵).

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

(³⁰²) 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.

(³⁰³) In questo senso, R.C. CLARK, *Corporate Law*, New York, Little Brown & Co., 1985, p. 389.

(³⁰⁴) 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.

(³⁰⁵) Cfr. R. PENNINGTON, *Company Law*, Londra, 2001, p. 766.

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 minoranza ⁽³⁰⁶⁾.

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.

11.3. Il sistema francese del *mandat en blanc*.

Nonostante l'ordinamento francese ⁽³⁰⁷⁾ sia tradizionalmente diffidente nei confronti dell'istituto della rappresentanza assembleare ⁽³⁰⁸⁾, nel 2010 anche il legislatore d'Oltralpe ha dato implementazione alla direttiva *shareholders' rights* con l'*ordonnance n. 2010-1511* ⁽³⁰⁹⁾, 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

⁽³⁰⁶⁾ Così M. BIANCA, *La rappresentanza dell'azionista nelle società a capitale diffuso*, cit., p. 193.

⁽³⁰⁷⁾ 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 2, 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. PANCRAZI, *Droit commercial*, XXV ed., Parigi, 2001, p. 377.

⁽³⁰⁸⁾ E' 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.

⁽³⁰⁹⁾ 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».

di recepire le disposizioni comunitarie volte alla tutela dei diritti degli azionisti ⁽³¹⁰⁾.

E' 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 comma 4 all'art. 161 della *Loi n. 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales* e dal 2000 trasfusa all'art. L225-106 del *Code de commerce* ⁽³¹¹⁾.

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 amministratori ⁽³¹²⁾.

⁽³¹⁰⁾ 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*.

⁽³¹¹⁾ Cfr. J.P. VALUET – A. LIENHARD, *Code des sociétés et des marchés financiers*, XXX ed., Relié, 2014, p. 583; Y. GUYON, *Droit des affaires*, X ed., Parigi, 1999, p. 301 e ID., *La « corporate governance » en droit français*, in *Riv. soc.*, 1999, p. 20.

⁽³¹²⁾ 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* T.U.F.), 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*, comma 4, n. 3, T.U.F. 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,

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

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 rappresentate 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* T.U.F., 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. 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-*undicies* T.U.F., 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

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

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'assemblea⁽³¹³⁾.

La maggior parte dei commentatori francesi ritiene che, mentre l'obiettivo della direttiva era quello di porre fine ai potenziali conflitti

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* T.U.F., 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.

⁽³¹³⁾ 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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

d'interesse limitanti la libertà di voto degli azionisti ⁽³¹⁴⁾, 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. 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* ⁽³¹⁵⁾ è detenuto da fondi di investimento dei dipendenti ⁽³¹⁶⁾.

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 d'interesse, neutralizzando così ogni portata innovativa dell'attuale testo di legge ⁽³¹⁷⁾.

⁽³¹⁴⁾ Si pensi, ad esempio, al *blank vote* per la nomina del presidente dell'organo amministrativo, ovvero al voto non-indipendente dei dipendenti azionisti.

⁽³¹⁵⁾ Espressione che indica le maggiori quaranta società quotate dell'indice del mercato azionario parigino.

⁽³¹⁶⁾ E' 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.

⁽³¹⁷⁾ 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.

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 carica ⁽³¹⁸⁾.

11.4. 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* ⁽³¹⁹⁾.

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

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. L225-1062. 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.

⁽³¹⁸⁾ In tal senso, G. RIPERT – R. ROBLLOT, *Traité de Droit Commercial*, XV ed., tomo 1, Parigi, 1993, p. 899.

⁽³¹⁹⁾ 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 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 e G. BALP, *Le società azionarie in Germania alla fine del 2000*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 968.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

ordinamento ⁽³²⁰⁾, 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 '70 ⁽³²¹⁾.

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% ⁽³²²⁾. 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.

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 assembleare ⁽³²³⁾. Le precauzioni adottata dal

⁽³²⁰⁾ 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.

⁽³²¹⁾ 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.

⁽³²²⁾ Laddove l'istituto bancario detenga una partecipazione diretta maggiore al 5% il par. 135 del *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmenbereich* del 1998 prevede che la banca non può più assumere deleghe di voto durevoli, dovendo viceversa raccogliercle per ogni singola assemblea.

⁽³²³⁾ Così M. BIANCA, *La rappresentanza dell'azionista nelle società a capitale diffuso*, cit., p. 198.

legislatore tedesco sono affidate ai paragrafi 126 e seguenti dell'*Aktiengesetz* del 1965 ⁽³²⁴⁾ e dal *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmenbereich* del 1998 ⁽³²⁵⁾.

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 revocabile ⁽³²⁶⁾. 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 socio ⁽³²⁷⁾.

Il *Depotstimmrecht* differisce marcatamente dalle *proxy rules* sotto svariati profili ⁽³²⁸⁾: 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

⁽³²⁴⁾ V., sul punto, U. ECKARDT, *par. 126 e seg.*, cit., p. 151 e F.J. SEMLER, *Stimmrecht*, cit., p. 399.

⁽³²⁵⁾ Cfr. S. LENZ, *Die gesellschaftsbenannte Stimmrechtsvertretung (ProxyVoting) in der Hauptversammlung der deutschen Publikums-AG*, Berlin, Duncker & Humblot, 2005; 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.

⁽³²⁶⁾ 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 e B. LIBONATI, *Recenti tendenze del diritto germanico in tema di società e cartelli*, in *Riv. soc.*, 1957, p. 896.

⁽³²⁷⁾ 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.

⁽³²⁸⁾ 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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

la banca ⁽³²⁹⁾. 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 voto ⁽³³⁰⁾.

11.5. Il regime speciale delle *sociudades cotizadas* spagnole.

La sollecitazione di deleghe è disciplinata anche nella penisola iberica agli artt. 184-187, in particolare all'art. 186, poi agli artt. 522524 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 1989 ⁽³³¹⁾.

Già nel 2003 ⁽³³²⁾ il legislatore madrilenno 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 LSC ⁽³³³⁾.

⁽³²⁹⁾ E' stato empiricamente dimostrato che ben il 98% degli azionisti concordata con gli orientamenti di voto suggeriti dalle banche.

⁽³³⁰⁾ Così T. BAUMS, *Il Sistema di "corporate governance" in Germania ed i suoi recenti sviluppi*, cit., p. 1 e M.J. ROE, *Some differences in corporate structure in Germany, Japan, United States*, cit., p. 1927.

⁽³³¹⁾ In una prospettiva anche compilativa, v. A. RONCERO SÁNCHEZ, *La representación del accionista en la Junta general de la sociedad anónima*, Madrid, Editorial McGraw-Hill, 1996.

⁽³³²⁾ 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*.

⁽³³³⁾ 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.

La sollecitazione di deleghe, anche grazie alla *Ley 25/2011* ⁽³³⁴⁾ 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 spagnolo ⁽³³⁵⁾, 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, comma 1, LSC da chiunque ne faccia richiesta, ivi compresa l'emittente ⁽³³⁶⁾.

⁽³³⁴⁾ 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*.

⁽³³⁵⁾ 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.

⁽³³⁶⁾ 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.

L'art. 187 LSC definisce la sollecitazione di deleghe come richiesta di conferimento della delega rivolta a più di tre soci ⁽³³⁷⁾ 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, comma 2, LSC ⁽³³⁸⁾. 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 amministratori ⁽³³⁹⁾. E' 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

⁽³³⁷⁾ 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.

⁽³³⁸⁾ Per uno sguardo sulla disciplina di diritto comune, v. A. RONCERO 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), Madrid. Academia Matritense del Notariado, 2009, p. 37.

⁽³³⁹⁾ 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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

informazioni, la partecipazione e l'esercizio del diritto di voto in assemblea⁽³⁴⁰⁾.

Ai sensi dell'art. 522, comma 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 rappresentante⁽³⁴¹⁾.

L'art. 186, comma 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 dia istruzioni⁽³⁴²⁾. La delega è sempre revocabile da parte del socio, anche se rilasciata nell'ambito di una procedura di sollecitazione⁽³⁴³⁾.

E' 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, comma 4, e 524, comma 2, LSC).

⁽³⁴⁰⁾ Così J. M. GONDRA ROMERO, *El control del poder de los directivos de las grandes corporaciones*, in *Revista Derecho Mercantil*, 269, 2008, p. 841.

⁽³⁴¹⁾ 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.

⁽³⁴²⁾ Come in Francia, ad esempio, è possibile rilasciare delega in bianco a favore delle proposte dell'organo di gestione al presidente dell'assemblea.

⁽³⁴³⁾ 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, comma 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, comma 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 deleghe⁽³⁴⁴⁾. 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 assembleare⁽³⁴⁵⁾.

Amnesso come da questa breve analisi comparata emerga 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 sistema⁽³⁴⁶⁾.

L'esperienza anche in Spagna ha rivelato l'inadeguatezza delle strutture del governo societario ad aprirsi ai nuovi mercati ed ai nuovi

⁽³⁴⁴⁾ Per considerazioni di questo tipo nel panorama letterario spagnolo, v. F. RODRÍGUEZ ARTIGAS, *La representación de los accionistas en la sociedad anónima*, Madrid, Editorial Cívitas, 1990.

⁽³⁴⁵⁾ 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), Pamplona, Editorial Aranzadi, 2006, p. 399.

⁽³⁴⁶⁾ 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 pregressa 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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

investitori, intaccando soltanto in minima parte il rigido controllo delle società quotate iberiche ⁽³⁴⁷⁾.

11.6. 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 olandese ⁽³⁴⁸⁾.

L'art. 2:117/227, comma 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 assembleare ⁽³⁴⁹⁾. 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 istruzioni ⁽³⁵⁰⁾.

⁽³⁴⁷⁾ 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.

⁽³⁴⁸⁾ Il cosiddetto *Burgerlijk Wetboek* del 1976.

⁽³⁴⁹⁾ 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.

⁽³⁵⁰⁾ 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

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 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, e **(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.

promotore è legittimato a deviare dalle istruzioni di voto nell'interesse dell'azionista, fatte salve le ipotesi di conflitto.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

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 azionisti ⁽³⁵¹⁾.

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 sistema giuridici occidentali, l'obiettivo di miglioramento della democrazia azionaria nel senso della creazione di un'auspicabile uguaglianza tra azionisti nel processo decisionale ⁽³⁵²⁾.

⁽³⁵¹⁾ Cfr. C. MYERS, *Global Shareholder Service Proxy Voting Guide 1995*, in *IRRC*, 1994, p. 4.

⁽³⁵²⁾ Nel nostro ordinamento come anche in quello olandese, ma a differenza degli Stati Uniti, l'esigenza di controbilanciare il potere di autoperpetuazione 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.

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, comma 1, lett. b), BW ed eventuale richiesta di risarcimento danni nei confronti del promotore ⁽³⁵³⁾.

La previsione di sanzioni, tuttavia, presuppone dal punto di vista della deterrenza che vi sia un'autorità indipendente preposta al monitoraggio del mercato ⁽³⁵⁴⁾. 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.

⁽³⁵³⁾ 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.

⁽³⁵⁴⁾ In questo senso, M. KOELEMEEIJER, *Volmacht en Aandeelhouders*, in *Onderneming en 5 jaar nieuw burgerlijk recht*, Nijmegen, 1997, p. 25.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

Nei Paesi Bassi non sono imposte restrizioni alla promozione di una sollecitazione di deleghe ⁽³⁵⁵⁾: 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 societario ⁽³⁵⁶⁾. La completa apertura del sistema di accesso alla sollecitazione consente così ampia cooperazione tra le banche depositarie ed emittenti ⁽³⁵⁷⁾.

11.7. La nuova proposta di direttiva della Commissione europea.

La nuova proposta di direttiva europea in materia dei diritti degli azionisti ⁽³⁵⁸⁾, attualmente in fase di discussione al Parlamento europeo, 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 voto ⁽³⁵⁹⁾ e, dall'altra, l'agevolazione dell'esercizio dei diritti conferiti dai titoli da parte degli investitori (esteri).

⁽³⁵⁵⁾ V. Relazione della commissione olandese per la *Corporate Governance* (*Rapport van de Commissie Corporate Governance, Aanbevelingen inzake Corporate Governance*), 1996, pag. 22 e 26.

⁽³⁵⁶⁾ 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, p. 119 ss.

⁽³⁵⁷⁾ 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*.

⁽³⁵⁸⁾ Per accedere al testo della «Proposta di direttiva del parlamento europeo e del consiglio che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda taluni elementi della relazione sul governo societario, v. il seguente sito web <http://eur-lex.europa.eu/legalcontent/IT/TXT/?uri=celex:52014PC0213>.

⁽³⁵⁹⁾ 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*

Quanto al primo punto, l'articolo 3-*decies* della proposta prevede 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, 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 azionisti ⁽³⁶⁰⁾. Gli intermediari dovranno, su richiesta dell'emittente, comunicare senza

advisors) y el ejercicio del derecho de voto en las sociedades cotizadas, Revista de derecho de sociedades, Monografía n. 42, I ed., 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., *Zukunftsfragen der Corporate Governance in Deutschland und Europa*, cit., p. 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, p. 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, p. 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.

⁽³⁶⁰⁾ 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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

indugio il nome, i recapiti degli azionisti e, se persone giuridiche, anche il numero REA ⁽³⁶¹⁾. 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 alla Commissione europea 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.

⁽³⁶¹⁾ E' 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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

I DIVERSI PROFILI APPLICATIVI DEL PROBLEMA NEI METODI E NELLE FORME DI SOLLECITAZIONE

SOMMARIO: 12. La sollecitazione di deleghe da parte dell'emittente. – 12.1. (Segue) La questione dogmatica. – 12.2. (Segue) Le limitazioni previste dall'art. 138 *Reg. Emitt.* – 12.3. (Segue) L'ambito applicativo ed *enforcement*. – 13. La sollecitazione di deleghe da parte dei soci. – 14. La sollecitazione di deleghe da parte di terzi. – 14.1. (Segue) Il consulente in materia di voto in veste di promotore. – 14.2. (Segue) La sollecitazione da parte delle associazioni di azionisti. – 14.3. (Segue) Altri metodi di sollecitazione.

12. La sollecitazione di deleghe da parte dell'emittente.

Nello sfogliare manuali, monografie, saggi ed articoli in materia di sollecitazione di deleghe ⁽³⁶²⁾ 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* ⁽³⁶³⁾.

⁽³⁶²⁾ 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, *Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*, ed. II, Verlag Dr. Otto Schmidt, Köln, 2008.

⁽³⁶³⁾ 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;

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

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, che in Italia è stata regolata in maniera del tutto paritetica alla sollecitazione di deleghe da parte dell'emittente ⁽³⁶⁴⁾, 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 deleghe ⁽³⁶⁵⁾, 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

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.

⁽³⁶⁴⁾ 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.

⁽³⁶⁵⁾ L'assunto sarà dimostrato *infra* § 18.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

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 società ⁽³⁶⁶⁾.

12.1. (Segue) 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 assembleare ⁽³⁶⁷⁾. 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 sollecitato ⁽³⁶⁸⁾, comunque l'impostazione sistematica è a suo sfavore giacché non gli garantisce il supporto economico e finanziario su cui basare una propria ed

⁽³⁶⁶⁾ 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.

⁽³⁶⁷⁾ V., al riguardo, N. MICIELI, *op. cit.*, p. 259 e 265.

⁽³⁶⁸⁾ Basti pensare alle limitazioni entro le quali l'emittente promotore è tenuto ad esprimere il voto delegato, più approfonditamente affrontate *infra* § 12.2.

alternativa sollecitazione di deleghe che, viceversa, gli azionisti di maggioranza si procurano per il tramite dell'emittente ⁽³⁶⁹⁾.

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 assembleare ⁽³⁷⁰⁾.

12.2. (Segue) 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, comma 4, *Reg. Emitt.*); e

(b) deve accettare anche istruzioni di voto non conformi alle proprie proposte (138, comma 2, *Reg. Emitt.*) ⁽³⁷¹⁾.

Come già altri hanno avuto modo di osservare ⁽³⁷²⁾, queste barriere non state affatto poste a difesa dell'azionista, bensì lo hanno ghetizzato e reso inerte di fronte ad una sollecitazione ⁽³⁷³⁾.

⁽³⁶⁹⁾ Così S. BRUNO, *Ruolo dell'assemblea di s.p.a. nella corporate governance*, cit., p. 211-212.

⁽³⁷⁰⁾ 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*.

⁽³⁷¹⁾ Sull'obbligatorietà della *two-way proxy*, si vedano gli autori citati nella successiva nt. 376.

⁽³⁷²⁾ Cfr. R. SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della Direttiva azionisti*, cit., p. 55.

⁽³⁷³⁾ Addirittura P.G. JAEGER, *Le deleghe di voto*, cit., p. 101 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*

Sebbene un'apertura alla sollecitazione di deleghe da parte dell'emittente sia inevitabile e comunque sostenibile ⁽³⁷⁴⁾, 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 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» ⁽³⁷⁵⁾, il rimedio non dovrebbe essere quella di impedire all'emittente di farsi promotrice di una sollecitazione di deleghe ⁽³⁷⁶⁾, né di imporre sempre e comunque la *two-way proxy* ⁽³⁷⁷⁾.

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., p. 1266 ss., sostiene la sua ammissibilità e coerenza.

⁽³⁷⁴⁾ Anche alla luce del fatto che in altri ordinamenti, come quello statunitense, ha funzionato (e funziona ancora) in maniera efficiente, ancorché differente.

⁽³⁷⁵⁾ Ancora, R. SACCHI, *op. loc. ult. cit.*

⁽³⁷⁶⁾ 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 cod. civ. relativo al divieto dell'esercizio di voto in proprio da parte della società.

⁽³⁷⁷⁾ Un espediente di questo tenore è ancora sostenuto da R. SACCHI, *Ivi*, p. 59 e G. NAPOLETANO, *op. cit.*, pp. 130 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

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

La previsione di un'adeguata disciplina volta a regolare l'allocazione dei costi della sollecitazione ⁽³⁷⁸⁾ garantirebbe l'equilibrio tra sana competizione interna all'assetto societario e tutela delle posizioni soggettive dell'azionista ⁽³⁷⁹⁾.

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 interno ⁽³⁸⁰⁾ nella previsione dell'istituto della sollecitazione di deleghe. Invero, diversamente da come altri sostengono ⁽³⁸¹⁾, 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 vorrebbero contendersi il controllo ⁽³⁸²⁾. 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,

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».

⁽³⁷⁸⁾ Laddove freddamente il regolatore italiano si è limitato a sancire che tutti i costi ricadono sul promotore (art. 136, comma 9, *Reg. Emitt.*).

⁽³⁷⁹⁾ Locuzione è stata presa in prestito da V. BUONOCORE, *op. cit.*, p. 1.

⁽³⁸⁰⁾ 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.

⁽³⁸¹⁾ 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.

⁽³⁸²⁾ 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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

dagli azionisti o terzi non debbano ricadere sull'emittente essendo la beneficiaria di ultima istanza ⁽³⁸³⁾.

12.3. (Segue) L'ambito applicativo ed *enforcement*.

L'attuale previsione normativa dispone che il promotore, quandanche 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 accompagnamento ⁽³⁸⁴⁾ 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 delineeranno le critiche e le osservazioni da muovere nei confronti dell'organo di amministrazione

⁽³⁸³⁾ 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.

⁽³⁸⁴⁾ 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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

con lo scopo di indurre un cambio di politica strategica o addirittura degli amministratori stessi ⁽³⁸⁵⁾. E' diverso il caso in cui il promotore sia lo stesso emittente: al di là delle limitazioni poste a tutela degli azionisti ⁽³⁸⁶⁾, 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 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 inventite, 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* ⁽³⁸⁷⁾, nel qual caso la battaglia non finirà con l'invio di lettere di accompagnamento,

⁽³⁸⁵⁾ Questa ipotesi sarà approfondita *infra* § 13.

⁽³⁸⁶⁾ Le criticità sul punto sono molte e la disciplina attuale è del tutto insufficiente.

⁽³⁸⁷⁾ Cfr. F. D. EMERSON – F. C. LATCHAM, *Proxy Contests*, cit., p. 436.

bensì seguirà attraverso ulteriori comunicazioni nelle canoniche forme prescritte dalla legge ⁽³⁸⁸⁾.

13. 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, la quale il più delle volte non comporta neppure diretti ed immediati benefici economici all'azionista proponente ⁽³⁸⁹⁾.

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 azionisti ⁽³⁹⁰⁾.

⁽³⁸⁸⁾ Un riscontro dell'esperienza statunitense quasi secolare si ha in E. R. ARANOW – H. H. EINHORN, *Proxy Contests for corporate control*, cit., pp. 204 ss.

⁽³⁸⁹⁾ Cfr. A. TUCCI, *op. cit.*, p. 419.

⁽³⁹⁰⁾ Così R. PERNA, *Public company e democrazia societaria. Voto per delega e governo delle imprese nel capitalismo statunitense*, cit., p. 39 ss.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

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 ⁽³⁹¹⁾. Infatti, allorquando 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 autonomamente ⁽³⁹²⁾.

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* ⁽³⁹³⁾; anche se in realtà poi si è rivelato l'opposto.

⁽³⁹¹⁾ 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.

⁽³⁹²⁾ Così, R. PERNA, *Mito e realtà nella democrazia societaria. Il proxy voting nelle public companies statunitensi*, cit., p. 537.

⁽³⁹³⁾ In particolare evidenza viene messo da P. G. JAEGER, *Convenzioni di voto – rappresentanza azionaria*, cit, p. 697.

14. La sollecitazione di deleghe da parte di terzi.

Dal 2012 la sollecitazione può essere promossa da chiunque⁽³⁹⁴⁾. 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 titoli⁽³⁹⁵⁾, 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 acquisto⁽³⁹⁶⁾. 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

⁽³⁹⁴⁾ L'art. 136, comma 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».

⁽³⁹⁵⁾ 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.

⁽³⁹⁶⁾ Sul punto si rinvia a quanto già detto *infra* § 5.2.

proposta o politica di gestione. Certo è che garantisce la possibilità ad estranei rispetto alla compagine sociale di intervenire sulle scelte di gestione.

14.1. (Segue) 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 voto ⁽³⁹⁷⁾, sono persone giuridiche che forniscono consulenza 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 limitate ⁽³⁹⁸⁾.

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 voto ⁽³⁹⁹⁾. Essendo le assemblee annuali in tutto il mondo concentrate in un determinato periodo dell'anno (marzo-aprile), rendendo così praticamente impossibile agli investitori raccogliere

⁽³⁹⁷⁾ La proposta di direttiva europea, presentata in data 9 aprile 2014 dalla Commissione europea al Parlamento europeo, e 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 voto per delega al pari degli amministratori e dei membri del collegio sindacale a mente dell'art. 2372, comma 5, cod. civ., laddove in rapporti anche con l'emittente.

⁽³⁹⁸⁾ 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, pagg. 9-10.

⁽³⁹⁹⁾ Cfr. S. J. CHOI – J. E. FISCH – M. KAHAN, *The power of proxy advisors: myth or reality?*, cit., p. 918.

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 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; l'esperienza è stata maturata soprattutto nei paesi anglosassoni ⁽⁴⁰⁰⁾.

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 istituzioni ⁽⁴⁰¹⁾. 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 attori in un settore sostanzialmente in oligopolio ⁽⁴⁰²⁾ e di aver acquisito conoscenze circa i fattori che possono determinare o meno il successo

⁽⁴⁰⁰⁾ 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.

⁽⁴⁰¹⁾ V. H. FLEISCHER, *Proxy Advisors in Europe*, cit. p. 1.

⁽⁴⁰²⁾ 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.

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 deleghe ⁽⁴⁰³⁾.

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

⁽⁴⁰³⁾ 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.

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.

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 incaricato ⁽⁴⁰⁴⁾. 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 avviso ⁽⁴⁰⁵⁾ alla società emittente,

⁽⁴⁰⁴⁾ 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.

⁽⁴⁰⁵⁾ 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.

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 altri ⁽⁴⁰⁶⁾, non ha inteso far assumere un ruolo istituzionale al consulente in materia di voto ⁽⁴⁰⁷⁾, con il limite però di lasciargli sostanzialmente 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

⁽⁴⁰⁶⁾ 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.

⁽⁴⁰⁷⁾ 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.

congiuntamente, il controllo sulla società, gli eventuali patti parasociali 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 sollecitazione ⁽⁴⁰⁸⁾; 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

⁽⁴⁰⁸⁾ 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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

(b) (3) della *Schedule 14A* delle *S.E.C. 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'operazione ⁽⁴⁰⁹⁾.

14.2. (Segue) 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 rappresentative ⁽⁴¹⁰⁾, 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 T.U.F., discostandosi dalla sollecitazione di deleghe come definita dall'art. 136 T.U.F., 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.

⁽⁴⁰⁹⁾ Un aspetto molto importante, di cui si parlerà *infra* § 18.2., è proprio quello dei costi legati al consulente in materia di voto.

⁽⁴¹⁰⁾ 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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

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.

14.3. (Segue) Altri metodi di sollecitazione.

Non sono poi così remoti i casi in cui i titoli azionari siano soggetti a gestioni fiduciarie ⁽⁴¹¹⁾. 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.

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.

Si ritiene, anche alla luce dei principi che regolano la gestione fiduciaria, che l'intermediario in questa circostanza debba fare in sostanza da *passa-carte*, ovvero deve diligentemente trasmettere al

⁽⁴¹¹⁾ 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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

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* ⁽⁴¹²⁾.

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 avvenire ⁽⁴¹³⁾, ciò che diviene indispensabile è il modello di istruzioni di voto.

⁽⁴¹²⁾ 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*, III ed., Little, Brown and Company, Boston-New York-Toronto-Londra, 1995, pp. 483-484 e M.A. EISENBERG, *The Structure of Corporation Law: A legal analysis*, Little, Brown and Company, Boston-Toronto, 1976, pp. 1474-1476.

⁽⁴¹³⁾ Ci si riferisce ai meccanismi di richiesta e trasmissione del materiale di sollecitazione all'interno della catena di intermediari.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

CAPITOLO QUINTO

L'UTILIZZO DELLE TECNICHE ALLOCATIVE DEI COSTI PER L'ALLINAMENTO DEL RISCHIO CON IL VOTO

SOMMARIO: 15. Le problematiche di *governance* connesse alla parità di accesso alle finanze societarie ed i risvolti sulla dissociazione del rischio dal voto. – 16. 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. – 17. Spese della sollecitazione di deleghe. Allocazione efficiente dei costi. – 17.1. (Segue) I requisiti di trasparenza di spesa ed i costi di sollecitazione. – 18. Sollecitazione da parte dell'emittente. Utilizzo dei fondi sociali. – 18.1. Elaborazione dei principi generali delle corti negli ordinamenti anglosassoni. Il concetto di ragionevolezza della spesa. – 18.2. Identificazione delle spese che gli amministratori possono addebitare all'emittente. – 19. Le ipotesi di limitazione a vantaggio di un'equità sostanziale. – 20. Sollecitazione da parte degli azionisti. Rimborso delle spese da parte dei fondi societari. – 20.1. (Segue) Il percorso logico-giuridico che ne legittimerebbe la previsione (anche normativa). – 20.2. Il rimborso delle spese di una sollecitazione vittoriosa. – 20.3. Meritevolezza del rimborso anche per una non vittoriosa. Preminenza dell'interesse sociale e competenza assembleare. – 21. Giudizio di ragionevolezza delle spese da parte di un comitato endoconsiliare indipendente. – 22. Postilla: plausibile struttura della fase giudiziale volta al rimborso spese da parte dell'emittente.

15. 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, comma 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*

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

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» ⁽⁴¹⁴⁾, 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 - nonostante una tendenza positiva ⁽⁴¹⁵⁾ - 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

⁽⁴¹⁴⁾ V. *Quaderni di Finanza* della Consob n. 29 – agosto 1998 intitolato «Lavori preparatori per il testo unico della finanza - diritto societario», p. 47, cit.

⁽⁴¹⁵⁾ 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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

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.

16. 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 azionisti ⁽⁴¹⁶⁾, 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.

⁽⁴¹⁶⁾ Problematica, questa, che non interessa direttamente il nostro ordinamento per le ampie ragioni già trattate.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

17. 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.

E' 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 ⁽⁴¹⁷⁾, 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.

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 azionari ⁽⁴¹⁸⁾.

⁽⁴¹⁷⁾ 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* § 11.1.

⁽⁴¹⁸⁾ 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 cinque 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: *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), *Fondiarìa 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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

17.1. (Segue) 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 comune ⁽⁴¹⁹⁾. 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 integrazioni ⁽⁴²⁰⁾.

Nulla, eppure, viene sancito sul punto delle spese della sollecitazione. In altri termini, la *Consob*, a differenza di altri suoi colleghi ⁽⁴²¹⁾, non ha ritenuto di occuparsi neanche 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

⁽⁴¹⁹⁾ 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.

⁽⁴²⁰⁾ E' successo, ad esempio, a *Banca Carige S.p.A.* che si era fatta promotrice della sollecitazione nella propria assemblea generale degli obbligazionisti del 2012.

⁽⁴²¹⁾ 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.

grado di attivare i meccanismi di rimborso delle spese in caso di sollecitazione promossa dall'azionista ⁽⁴²²⁾.

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.

18. 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 auto-conservarsi 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

⁽⁴²²⁾ Cfr., *ex multis*, D. M. FRIEDMAN, *op. cit.*, p. 952 e E. R. ARANOW – H. H. EINHORN, *Corporate Proxy Contests Expenses of Management and Insurgents*, in *Cornell L. Rev.*, 42, 1956, p. 17.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

principalmente delle corti dello Stato di New York, anche di quello del Delaware, nonché qualche cenno alla Gran Bretagna ⁽⁴²³⁾.

18.1. 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'emittente ⁽⁴²⁴⁾. 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 societario ⁽⁴²⁵⁾.

⁽⁴²³⁾ 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.

⁽⁴²⁴⁾ 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.

⁽⁴²⁵⁾ 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*, Köln, Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart, II ed., 2009; P. MÄNTYSAARI, *Comparative Corporate Governance: Shareholders as a Rule-maker*, Springer, Heidelberg, 2005; P. MARCHETTI, *Il ruolo dell'assemblea nel T.U. e nella corporate governance*, cit., p. 678 e ss.; KRAAKMAN R. – ARMOUR J. – DAVIES P. – ENRIQUES L. – HANSMANN

Deve premettersi che tutti i casi giurisprudenziali che si andrà a trattare muovono dal seguente assunto ⁽⁴²⁶⁾: i principi a cui gli amministratori debbono attenersi in caso di sollecitazione promossa dall'emittente promanano tutti dalla teoria della c.d. *corporate property* ⁽⁴²⁷⁾, 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 società ⁽⁴²⁸⁾. 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 analizzate ⁽⁴²⁹⁾.

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 &*

H. – HERTIG G. – HOPT K. – KANDA H. – ROCK E., *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, II ed., 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.

⁽⁴²⁶⁾ Il che potrebbe essere valido anche in Italia alla luce degli obblighi e dei doveri degli amministratori.

⁽⁴²⁷⁾ Il dibattito ha preso le mosse dal capolavoro di A. BERLE – G. MEANS, *op. cit.*, p. 47 ed a seguire R. COASE, *op. cit.*, p. 386-405.

⁽⁴²⁸⁾ 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.

⁽⁴²⁹⁾ *Ivi*, p. 492.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

Northwestern Ry. Co. ⁽⁴³⁰⁾. La Corte di Appello statui che era legittimo l'utilizzo purché finalizzato a supportare le politiche di gestione dell'impresa e non anche gli interessi degli amministratori come tali ⁽⁴³¹⁾.

Su questa scia si sono poste numerose pronunzie nello Stato del Delaware negli Stati Uniti d'America ⁽⁴³²⁾, 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 improprie ⁽⁴³³⁾.

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 tardi ⁽⁴³⁴⁾ che viceversa criticava l'approccio sul concetto di «ragionevolezza» sino all'epoca inteso. I

⁽⁴³⁰⁾ 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.

⁽⁴³¹⁾ Così E. R. ARANOW – H. H. EINHORN, *Proxy Contests for corporate control*, cit., p. 493.

⁽⁴³²⁾ 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).

⁽⁴³³⁾ Ancora E. R. ARANOW – H. H. EINHORN, *Proxy Contests for corporate control*, cit., *passim*.

⁽⁴³⁴⁾ 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).

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.* ⁽⁴³⁵⁾, l'organo 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* ⁽⁴³⁶⁾, 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.* ⁽⁴³⁷⁾ 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.

18.2. 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

⁽⁴³⁵⁾ V. il caso *Lawyers' Advertising Co. v. Consolidated Ry. Lighting & Refrigerating Co.*, 187 N.Y. 395, 80 N.E. 199 (1907).

⁽⁴³⁶⁾ V. *Cullom v. Simmonds*, 285 App. Div. 1051 (N.Y. App. Div. 1955).

⁽⁴³⁷⁾ V. *Levin v. Metro Goldwyn - Mayer Inc., Inc.*, 264 F. Supp. 797 (S.D.N.Y. 1967).

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

rispetto alla nostra ⁽⁴³⁸⁾, 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 legislativi ⁽⁴³⁹⁾.

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.

La differenza risiede nella contemplazione della richiesta di conferimento dei poteri rappresentativi ⁽⁴⁴⁰⁾.

A prescindere dalla difficoltà di discernimento delle spese sostenute per il raggiungimento del *quorum* costitutivo e non deliberativo ⁽⁴⁴¹⁾, 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

⁽⁴³⁸⁾ 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.

⁽⁴³⁹⁾ In questo senso, E. R. ARANOW – H. H. EINHORN, *Proxy Contests for corporate control*, cit., p. 498-499.

⁽⁴⁴⁰⁾ Cfr. M. BIANCA, *La rappresentanza dell'azionista nelle società a capitale diffuso*, cit., pp. 292 ss.

⁽⁴⁴¹⁾ 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.

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 stranieri ⁽⁴⁴²⁾.

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 sollecitazione ⁽⁴⁴³⁾.

E' 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 comportamento ⁽⁴⁴⁴⁾. 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

⁽⁴⁴²⁾ 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.

⁽⁴⁴³⁾ 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.

⁽⁴⁴⁴⁾ 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.

effettivamente convocata ⁽⁴⁴⁵⁾, quanto della conformità dell'operato dell'organo di 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.

19. 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

⁽⁴⁴⁵⁾ Dalla lettura dell'art. 136, comma 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 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*.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

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 endosocietari ⁽⁴⁴⁶⁾. Gli amministratori potrebbero anche servirsene al fine di garantire la presenza di un *quorum* costitutivo nell'interesse del corretto funzionamento dell'emittente ⁽⁴⁴⁷⁾. 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 voto ⁽⁴⁴⁸⁾ con i fondi societari; trattasi di una questione che deve essere valutata caso per caso e rimessa al dovere di diligenza degli amministratori, prima, e al controllo giudiziale, poi.

20. 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 composizione ⁽⁴⁴⁹⁾, si facciano promotori.

⁽⁴⁴⁶⁾ Cfr. A. GALLEGRO 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.

⁽⁴⁴⁷⁾ Così E. R. ARANOW – H. H. EINHORN, *Proxy Contests for corporate control*, cit., p. 500.

⁽⁴⁴⁸⁾ 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.

⁽⁴⁴⁹⁾ Il *Reg. Emitt.* all'art. 136 enuncia l'espressione «chiunque», con o senza ausilio dei *proxy advisors*.

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, comma 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 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 vigente ⁽⁴⁵⁰⁾.

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.

20.1. (Segue) 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*, comma 5, cod. civ. è invero normativizzata una fattispecie simile, seppur in materia di azione sociale di responsabilità da parte della minoranza nei confronti degli amministratori.

⁽⁴⁵⁰⁾ La differente scelta legislativa risiede nel fatto di far (o meno) autorizzare dall'assemblea il rimborso delle spese sostenute dall'azionista promotore.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

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'istituto ⁽⁴⁵¹⁾.

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 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.

⁽⁴⁵¹⁾ 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 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, 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.)».

20.2. 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 azionisti ⁽⁴⁵²⁾ 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.

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 vittorioso ⁽⁴⁵³⁾, 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 automatizzazione ⁽⁴⁵⁴⁾ al rimborso di dette spese.

⁽⁴⁵²⁾ Presumibilmente dovrebbe trattarsi di una deliberazione da assumersi in sede ordinaria giacché fuori dal novero apparentemente tassativo di cui all'art. 2365 cod. civ., 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.*

⁽⁴⁵³⁾ 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.

⁽⁴⁵⁴⁾ 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*, comma 5, cod. civ.

20.3. 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 certamente più discutibile un ipotetico meccanismo automatico di rimborso, dovendosi preferire viceversa un passaggio assembleare.

Seppur con qualche forzatura, vi è chi ha sostenuto ⁽⁴⁵⁵⁾ 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 sociale ⁽⁴⁵⁶⁾. 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, altri ⁽⁴⁵⁷⁾ hanno anche sostenuto che, se veramente l'utilizzo da parte degli amministratori dei fondi sociali per la

⁽⁴⁵⁵⁾ Di siffatto tenore F. C. LATCHAM – F. D. EMERSON, *op. cit.*, p. 5 e S. W. MINTZ, *op. cit.*, p. 90.

⁽⁴⁵⁶⁾ Cfr. D. M. FRIEDMAN, *op. cit.*, p. 951.

⁽⁴⁵⁷⁾ 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*

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 rimborsabile ⁽⁴⁵⁸⁾.

21. 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*.

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 N.Y.U. L. Rev., 31, 1956, p. 825; e NOTE, Corporations. Powers of Stockholders, cit., p. 1132.

⁽⁴⁵⁸⁾ 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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

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 cod. civ. in materia di distribuzione delle competenze tra organi sociali occorre in aiuto ⁽⁴⁵⁹⁾.

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.

⁽⁴⁵⁹⁾ V., *ex multis*, P. ABBADESSA – A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2-3, 2010, pp. 269 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, p. 13 ss.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

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.

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 promotore ⁽⁴⁶⁰⁾, 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 indipendente ⁽⁴⁶¹⁾.

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 decisionale ⁽⁴⁶²⁾.

⁽⁴⁶⁰⁾ 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.

⁽⁴⁶¹⁾ Cfr., sul sistema di controllo interno nelle società quotate, P. MONTALENTI – S. BALZOLA, *La società per azioni quotata*, Bologna, Zanichelli, 2010, pp. 117 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.

⁽⁴⁶²⁾ 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. ScialojaBranca*, tomo III, vol. I, Bologna-Roma, 2008, pp. 331 ss.; A. L. BONAFINI, *Art. 2389*, in P. MARCHETTI – L. BIANCHI – F. GHEZZI – M. NOTARI (a cura di), *Commentario alla riforma delle società*, 2005, Milano, pp. 343 ss.; P. RAINELLI, *Art. 2389*, in G. COTTINO – O. CAGNASSO (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004, pp. 736 ss.; G. D. MOSCO, *Articolo 2389*, in G. NICCOLINI – A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004, pp. 634 ss. Per una trattazione dell'argomento antecedentemente alla riforma del

22. 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 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 cod. civ.

Dall'altra, per mezzo dell'impugnazione della deliberazione assembleare ex artt. 2373 e 2377 cod. civ. per abuso di voto positivo della maggioranza ⁽⁴⁶³⁾, ovvero, se percorsa la strada di una

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 ss.

⁽⁴⁶³⁾ 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 allorquando 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*,

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

competenza consiliare, dell'impugnazione ex art. 2388, comma 4, ultima parte, c.p.c. ⁽⁴⁶⁴⁾ 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 sostenute ⁽⁴⁶⁵⁾.

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 cod. civ., ovvero da una interpretazione estensiva della nozione di conflitto di interessi, sia quale declinazione del principio generale di buona fede ex art. 1375 cod. civ. Per il primo filone, v., tra tutti, M. CASSOTTANA, *L'abuso di potere a danno della minoranza assembleare*, Milano, 1991, pp. 12 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.

⁽⁴⁶⁴⁾ Per espresso rinvio di legge si applicano, in quanto compatibili, gli artt. 2377 e 2378 cod. civ. relativi al procedimento di impugnazione della deliberazione assembleare, già esaminati nella nota che precedente.

⁽⁴⁶⁵⁾ La norma in parola non fornisce comunque legittimazione ad agire al terzo che rimarrebbe sprovvisto di tutela sia obbligatoria sia reale. E' 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*.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

BIBLIOGRAFIA GENERALE

- AA.VV., *The Courts and the development of Commercial Law*,
PIERGIOVANNI V. (a cura di), Berlino, 1987.
- AA.VV., *Commentario al Codice Civile*, CENDON P. (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*, CAMPOBASSO M. – CARIELLO V. – DI CATALDO V.
(diretto da), Torino, Utet Giuridica, 2014.
- ABBADESSA P., *La gestione dell'impresa nella società per azioni*,
Milano, 1975.
- ID., *L'assemblea: competenza*, in COLOMBO G.E. – PORTALE G.B. (a
cura di), *Trattato delle società per azioni*, vol. III, Torino, 1994.
- ID., *Il nuovo ruolo dell'assemblea nella società per azioni*, in AA. VV.,
Verso un nuovo diritto societario, Bologna, Il Mulino, 2002, p.
163 ss.
- ABBADESSA P. – MIRONE A., *Le competenze dell'assemblea nella
s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2-3, 2010, pp. 269 ss.
- ABRIANI N. – AMBROSINI S. – MONTALENTI P. – CAGNASSO O., *Le
società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, COTTINO
G. (diretto da), vol. IV, tomo I, 2010.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l’Università
LUISS Guido Carli nell’anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in
parte, se non con il consenso dell’autore.

- AIELLO A., *Art. 138 e 141, Art. 138*, in *Il Testo Unico della Finanza*,
FRATINI M. – GASPARRI G. (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.
- ALSONSO UREBA A. – GARCIMARTIN ALFÉREZ F. – PERDICES HUETOS
A. – Y GÓMEZ-SANCHA TRUEBA I., *Trasparencia 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.
- ID., *Le azioni. Artt. 2346-2356*, in *Il codice civile. Commentario*, P.
SCHLESINGER (diretto da), Milano, 1992.
- ID., *Delle società per azioni: le azioni*, in *Commentario*, P.
SCHLESINGER (a cura di), Milano, 1992.
- ID., *Le disposizioni generali sulla società per azioni*, in *Trattato di
diritto privato*, RESCIGNO P. (diretto da), vol. XVI, tomo II,
Torino, Utet Giuridica, 1985.
- ID., *Sulla «inscindibilità» della partecipazione azionaria*, in *Riv. dir.
comm.*, 1985, I, p. 124.
- ID., *Le basi contrattuali della società per azioni*, in *Trattato delle
società per azioni*, COLOMBO G.E. – PORTALE G.B. (diretto da),
vol. I, tomo 1, Torino, Utet, 2004, pp. 101-163.
- ID., *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, p.
1.

- 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.
- ID., *Le Funzionalità delle assemblee: la disciplina in italiana nel confronto internazionale*, in *Dir. fall.*, 5, I, 2014, p. 603.
- ID., *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.
- ID., *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.
- ID., *Istituzioni di diritto commerciale*, Milano, Giuffrè, 1938.
- ID., *Riflessioni in tema di titoli azionari, personalità giuridica e società tra società*, in *Saggi di diritto commerciale*, Milano, 1955, pp. 219 ss.
- ID., *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 1.

- ID., *Rappresentanza assembleare dell'azionista da parte della stessa società o di una banca*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1956, II, p. 243.
- ID., *Corso di diritto commerciale*, Milano, 1962.
- ASQUINI A., *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1947, I, p. 23.
- ID., *Dal Codice di Commercio del 1865 al libro del lavoro del codice civile del 1942*, in *Riv. dir. comm.*, 1967, I, p. 1.
- ATELLI M., *Tutela della sfera privata e sollecitazione delle deleghe di voto*, in *I contratti del mercato finanziario*, GABRIELLI E. – LENER R. (a cura di), ed. II, tomo I, in *Trattato dei contratti*, RESCIGNO P. – GABRIELLI E. (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*, MARCHETTI P.G. – BIANCHI L. A. (diretto da), Milano, 1999, p. 1372.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

- ID., *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 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.
- ID., *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.
- ID., *Il Sistema di “corporate governance” in Germania ed i suoi recenti sviluppi*, in *Riv. soc.*, 1999, p. 1.
- ID., *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., *Riporto (contratto di)*, in *Noviss. Dig. it.*, AZARA
A.– EULA E. (diretto da), III ed., vol. 1, Torino, 1957-1975, pp.
541 ss.
- BERLE A. – MEANS G., *The modern corporation and private property*,
New York, 1932, trad. it. *Società per azioni e proprietà privata*,
Torino, 1966.
- BERLE A., *The 20th Century Capitalist Revolution*, New York, 1954.
- ID., *Power without property*, New York, 1959.
- BERTOLOTTI A. – SPIOTTA M., *Assemblea e amministratori*, CAVALLI
G. (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 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.
- ID., *La rappresentanza dell'azionista nelle società a capitale diffuso*, Padova, Cedam, 2003.
- ID., *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 ss.
- BIONE M., *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni*,
- COLOMBO G. E. – PORTALE G. B. (diretto da), vol. II, tomo 1, Torino, 1991.
- BISOGNI G. B., *sub. art. 2352 c.c.*, in *Azioni, Commentario alla riforma delle società*, MARCHETTI P.G. (diretto da), Milano, 2008, pp. 482 ss.
- BLACK 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.)*, COTTINO G. – BONFANTE G. – CAGNASSO O. – MONTALENTI P. (diretto da), vol. 1, Bologna, 2004.
- BONAFINI A. L., *Art. 2389*, in MARCHETTI P. – BIANCHI L. – GHEZZI F. – NOTARI M. (a cura di), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2005.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

- BONAZZA P., *Società fiduciaria e rappresentanza organica*, in *Dir. fall.*, 1, 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 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 ss.
- BRUNO S., *I poteri di iniziativa assembleare degli azionisti*, in *Giur. comm.*, 2010, I, p. 736.
- ID., *Directors' Versus Shareholders' Primacy in U.S. Corporations Through the Eyes of History: Is Directors' Power "Inherent"?*, in *ECFR*, 2012, pp. 421-445.
- ID., *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*, PICOZZA E. – GABRIELLI E. (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 ss.
- CALABRESI G., *A Common Law for the Age of Statutes*, 1982.
- ID., *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.
- ID., *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.*, 1, 2010, pp. 457 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*, ALPA G. – 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.
- ID., *Le deleghe di voto*, in *Intermediari finanziari, mercato, società quotate*, PATRONI GRIFFI A. – SANDULLI M. – SANTORO V. (a cura di), Torino, 1999.
- ID., *sub art. 2347*, in *La riforma delle società*, SANDULLI M. – SANTORO V. (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 ss.
- CARINGELLA F., *Manuale di diritto civile*, CARINGELLA F. – DE MARZO G. (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 COLOMBO G.E. – PORTALE G.B. (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*, 1, 2003, pp. 72 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*, ALPA G. – CAPRIGLIONE F. (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 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, p. 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.
- ID., *The power of proxy advisors: myth or reality?*, in *Emory Law Journal*, 59, 2009, pp. 869-918.

- ID., *Director elections and the role of proxy advisors*, in *S. Cal. L. Rev.*, 82, 2008-2009, p. 649.
- CIALLELLA 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.
- ID., *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.
- ID., *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.
- ID., *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*, 1, 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*, VASSALLI F. (diretto da), Torino, 1950, p. 294.
- COSTI R., *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, p. 313.
- ID., *Il governo delle società quotate: tra ordinamento dei mercati e diritto delle società*, in *Dir. comm. int.*, 1998, p. 65.
- ID., *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.
- ID., voce *Società per azioni*, in *Novissimo dig. It.*, vol. XVII, Torino, 1970.
- ID., *Diritto commerciale*, vol. I, Padova, 1976.
- ID., *Del riporto e della permuta (Art. 1548-1555)*, in *Comm. cod. civ.*, SCIALOJA A. – BRANCA G. (a cura di), V ed., Bologna-Roma, 1982.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

- ID., *Il D.L. 24 febbraio 1998. Il nuovo regime delle società quotate: prime considerazioni*, in *Giur. it.*, 1998, p. 1298.
- ID., *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.
- ID., «*Fattispecie*» e «*disciplina*» dei titoli azionari, in *Riv. dir. civ.*, 1971, I, pp. 501 ss.
- ID., *Commentario romano al nuovo diritto delle società, Commento agli articoli 2325-2379 ter del codice civile*, vol. II, tomo I, Torino, Piccin, 2010.
- ID., 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.
- ID., *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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l’Università LUISS Guido Carli nell’anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell’autore.

- 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*, BOLAFFIO L. – ROCCO A. – VIVANTE C. (a cura di), IV ed., Utet, Torino, 1938.
- ID., *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 – Les 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*, RIPERT G. – ROBOT R. (diretto da), XVI ed., tomo 2, Parigi, 2000.
- DESIDERIO G., *Art. 140*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, ALPA G. – CAPRIGLIONE F. (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*, ALPA G. – CAPRIGLIONE F. (a cura di), tomo II, Padova, 1998, p. 1255.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

- DI FABIO M., *Riforma societaria e circolazione delle partecipazioni azionarie*, in *Riv. not.*, 2003, I, pp. 811 ss.
- DI SABATO F., *Le nuove frontiere delle società verso il 2000*, in *Riv. di im.*, 1998, p. 217.
- ID., *Diritto delle società*, III ed., Milano, 2011.
- DI VILIO A., *Art. 135-decies*, in *Il Testo Unico della Finanza*, FRATINI M. – GASPARRI G. (a cura di), tomo II, Utet Giuridica, 2012, p. 1844.
- DONVITO R., *Art. 144*, in *Commentario delle società*, GRIPPO G. (a cura di), vol. III, Torino, 2009, p. 1915.
- EASTEBROOK F. H. – FISCHER D. R., *Voting in corporate law*, in *J.L. & Econ.*, 26, 1983, p. 395.
- ID., *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 GESSLER E. – HEFERMEHL W.-ECKARDT U.- 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.
- ID., *The Structure of Corporation Law: A legal analysis*, Little, Brown and Company, Boston – Toronto, 1976.
- ID., *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.
- ID., *Proxy Contests: A Study in Shareholder Sovereignty*, in *Calif. L. Rev.*, 41, 1953, p. 436.
- ID., *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.
- ID., *Diritto societario statunitense e diritto societario italiano: in weiter Ferne, so nach*, in *Giur. comm.*, 2007, I, p. 274.
- ID., *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.
- 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*, CIOCCA P. – TONIOLO G. (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 ss.
- ID., *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.
- ID., *La filosofia della miniriforma della società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1975, I, p. 212.
- ID., *Manuale*, V ed., Torino, 1980.
- ID., *La disciplina delle società nel codice di commercio del 1882*, in AA.VV., *1882-1982 cento anni dal codice di commercio*, Milano, 1984.
- ID., *La tutela dell'azionista in una prospettiva di riforma*, in *Riv. soc.*, 1961, p. 177.
- ID., *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano*, VASSALLI F. (diretto da), Torino, 1971.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

- FERRO-LUZZI P., *Azioni: gestione accentrata o dematerializzazione, partecipazione all'assemblea*, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 493 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 VIVANTE C., *Foro it.*, 1931, pp. 541 ss.
- FISCHER R., *Die Personenvereinigungen*, in *Handbuch des gesamten Handelsrechts*, EHRENBERG V. (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 ss.
- FLECKNER A. M. – HOPT K. J., *Comparative Corporate Governance*, Cambridge, Cambridge University Press, 2013.
- FLEISCHER H., *Zukunftsfragen der Corporate Governance in Deutschland und Europa: Aufsichtsräte, institutionelle Investoren, Proxy Advisors und Whistleblowers*, in *ZGR*, 40/2, 2011, pp. 155-181.
- ID., *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 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.*, SCIALOJA A. – BRANCA G. (a cura di), I ed., Bologna, 1951.

- FRÉ G. – SBISÀ G., *Delle società per azioni*, in SCIALOJA A. – BRANCA G., *Comm. cod. civ.*, GALGANO F. (a cura di), 1, 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.
- ID., *La società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia*, GALGANO F. (diretto da), Vol. VII, II ed., Cedam, Padova, 1988.
- ID., *Lex mercatoria*, Bologna, 2001.
- ID., *Diritto Privato*, XXII ed., Padova, 2004.
- ID., *Le società in genere. Le società di persone*, in *Trat. dir. civ. e comm.*, CICU A. – MESSINEO F. (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*, GALGANO F. (diretto da), III ed., vol. XXIX, tomo 1, Padova, 2006, p. 1.
- 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 ss.
- ID., *Art. 139*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, ALPA G. – CAPRIGLIONE F. (a cura di), tomo II, Padova, 1998, p. 1262.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

- 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.
- ID., voce *Società (azioni di)*, in *Noviss. dig. it.*, vol. II, Torino, 1958, pp. 183 ss.
- GATTI S., *L'iscrizione nel libro dei soci*, Milano, 1969.
- ID., *La rappresentanza del socio nell'assemblea*, Milano, Giuffrè, 1975.
- ID., *Art. 137*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, ALPA G. – CAPRIGLIONE F. (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*, MARCHETTI P.G. – BIANCHI L. A. (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.*, 1, 1956, pp. 52 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.
- ID., *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.

- ID., *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 (Großkommentar)*, 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, p. 811 ss.
- ID., *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.
- ID., *La nuova disciplina della rappresentanza azionaria*, in *Giur. comm.*, 1974, I, p. 564.
- ID., *Il voto «divergente» nella società per azioni*, Milano, 1976.

- ID., *Convenzioni di voto – rappresentanza azionaria*, in ROTONDI M. (a cura di), *Inchieste di diritto comparato*, I ed., vol. 5, *I grandi problemi della società per azioni nelle legislazioni vigenti*, Padova, Cedam, 1976.
- ID., *Il problema delle convenzioni di voto*, in *Giur. comm.*, 1989, I, p. 214.
- ID., *Il voto divergente*, in *Trattato delle società per azioni*, COLOMBO G.E. – PORTALE G.B. (a cura di), vol. III, tomo I, Torino, Utet Giuridica, 1994.
- ID., *Le deleghe di voto*, in *La riforma delle società quotate*, BONELLI F. – BUONOCORE V. – CORSI F. – COSTI R. – FERRO LUZZI P. – GAMBINO A. – JAEGER P.G. – PATRONI GRIFFI A. (a cura di), Milano, Giuffrè, 1998, pp. 101 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 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.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

- 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*, CAMPOBASSO G.F. (diretto da), Utet, Torino, 2002, p. 1136.
- LATCHAM F. C., *La partecipazione degli azionisti americani alla vita della società* (trad. di COLOMBO A.), *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*, ABADESSA P. – PORTALE G. B. (diretto da), vol. II, Torino, 2007.
- ID., *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*, ALPA G. – CAPRIGLIONE F. (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 1, Padova, 2010.
- LIBONATI B., *Recenti tendenze del diritto germanico in tema di società e cartelli*, in *Riv. soc.*, 1957, p. 896.
- ID., *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 statutarî delle società quotate previsti dal T.U. della finanza (prima parte)*, in *Soc.*, 1, 2000, p. 17.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l’Università LUISS Guido Carli nell’anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell’autore.

- ID., *Gli adeguamenti statutari delle società quotate previsti dal T.U. della finanza (seconda parte)*, in *Soc.*, 3, 2000, p. 274.
- LUMINOSO A., *Mandato, commissione, spedizione*, in *Trat. dir. civ. e comm.*, CICU A. – MESSINEO F. (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.
- ID., *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, Ipsoa, 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 ss.
- MARCHETTI P., *Assenteismo assembleare e problema dell'informazione*, in *Riv. soc.*, 5, 1978, p. 1311.
- ID., *Intervento in assemblea*, in *Contratto e impresa*, 1, 1986, p. 986.

- ID., *D.lgs. 58/1998. L'incidenza sul funzionamento dell'assemblea*, in *Soc.*, 5, 1998, p. 557.
- ID., *Osservazioni sui profili societari della bozza di T.U. dei mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 140.
- ID., *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.
- 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.
- MCCHESENEY 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 ss.
- ID., *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*, BESSONE M. (diretto da), Vol. XVII, Torino, 2002.
- MESSINEO F., *L'esercizio del diritto di voto afferente ad azioni altrui*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 205.
- ID., *I titoli di credito*, II ed., Cedam, 1964.
- MESTRE J. – PANCRAZI M. E., *Droit commercial*, XXV ed., Parigi, 2001.
- MICIELI 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*, ABRIANI N. – STELLA RICHTER M. (a cura di), Torino, 2010, pp. 648 ss.
- MINERVINI G., *Il mandato, la commissione, la spedizione*, in *Trattato di dir. civ. it.*, VASSALLI F. (diretto da), Torino, 1952, p. 185.
- ID., *Art. 136*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria*, ALPA G. – CAPRIGLIONE F. (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*, COTTINO G. (diretto da), vol. IV, tomo 2, Padova, Cedam, 2004.
- ID., *La direttiva azionisti e l'informazione preassembleare*, in *Giur. comm.*, 2011, I, p. 685.

- ID., *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*, FRATINI M. – GASPARRI G. (a cura di), tomo II, Utet Giuridica, 2012.
- ID., *Attivismo degli azionisti, voto di lista e azione di concerto*, in *Riv. Soc.*, 2013, p. 118.
- ID., *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.
- ID., *Dove si forma la volontà sociale*, in Associazione Disiano Preite, *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, Il Mulino, 2002.
- ID., *Articolo 2389*, in NICCOLINI G. – STAGNO D'ALCONTRES A. (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004, pp. 634 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*, LACAITA L. – NAPOLEONI V. (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.
- NOTE, *Proxy Solicitation Costs and Corporate Control*, in *Yale L.J.*, 61, 1952, p. 229.
- NOTE, *Corporations - Payment of Proxy Solicitation Expenses - an Aspect of Corporate Democracy*, in *N.Y.U. L. Rev.*, 31, 1956, p. 825.
- 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, *Payment of proxy solicitation expenses - an aspect of corporate democracy*, in *N.Y.U. L. Rev.*, 31, 1956, p. 825.
- 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.
- 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.
- ID., *Prospettive di riforma e tutela della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1961, p. 361.
- ID., *L'iniziativa economica*, in *Riv. dir. civ.*, 1988, I, pp. 309 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*, RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), Milano, 1998.
- PALMIERI G., *Art. 136-137*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, CAMPOBASSO G.F. (diretto da), Utet, Torino, 2002, p. 1115.
- 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, 1, p. 90.
- PARTESOTTI G., *La gestione dei fondi pensione tra pluralismo e par condicio tra gestori*, in *Contr. impr.*, 1996, pp. 1109 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.
- ID., *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.
- ID., *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.
- ID., *Public company e democrazia societaria. Voto per delega e governo delle imprese nel capitalismo statunitense*, Bologna, 1998.
- ID., *La nuova disciplina del voto per delega e il governo societario delle imprese italiane (prima parte)*, in *Soc.*, 3, 1999, p. 269.
- ID., *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*, COTTINO G. (diretto da), Torino, 1999.
- ID., *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*, CAMPOBASSO G.F. (diretto da), Utet, Torino, 2002, p. 1140.
- PISCITELLO P., *Art. 141 e 143*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, CAMPOBASSO G.F. (diretto da), Utet, Torino, 2002, p. 1148.
- POLI S., *Il pegno di azioni*, Milano, 2000.
- ID., *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 Naamlooze 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*, FRATINI M. – GASPARRI G. (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 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.
- ID., *Artt. 135-novies e 135-decies*, in *Commentario T.U.F.*, F. VELLA (a cura di), tomo II, Torino, 2012, pp. 1481 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 1, Paris, 1993.
- RIVOLTA G.C. M., *La partecipazione sociale*, Milano, 1965.
- ID., *Sulla divisione delle quote sociali*, in *Riv. soc.*, 1974, pp. 531 ss.
- ID., *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*, CIAN G. – TRABUCCHI A. (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.
- ID., *Some differences in corporate structure in Germany, Japan, United States*, in *The Yale Law Journal*, 1993, p. 1927.
- ID., *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.
- ID., *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*, RODRÍGUEZ ARTIGAS F. – FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA L. – QUIJANO GONZÁLEZ J. – ALONSO UREBA A. – VELASCO SAN PEDRO L. – ESTEBAN VELASCO G. (diretto da), Pamplona, Editorial Aranzadi, 2006.
- ID., *Asistencia y representación en las Juntas Generales*, in *La Junta General de las sociedades de capital. Cuestiones actuales*, RODRÍGUEZ ARTIGAS F. – FARRANDO MIGUEL I. – GONZÁLEZ CASTILLA F. – TENA ARREGUI R. (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 CHAUVENET C., *Contrasti in tema di requisiti della delega in assemblea e verifica della legittimazione dei presenti*, in *Corr. Giur.*, 9, 2007, p. 1302.

ROSSI G., *La persona giuridica, proprietà e rischio d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1967.

ID., *Le c.d. regole di "corporate governance" sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?*, in *Riv. soc.*, 1, 2001, p. 12.

ID., *Crisi del capitalismo e nuove regole*, in *Riv. soc.*, 5, 2009, p. 929.

ROSSI S., *Il voto extrassembleare nelle società di capitali*, Milano, 1997.

ROTA L., *sub art. 2347 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, MARCHETTI P.G. – BIANCHI L.A. – GHEZZI F. – NOTARI M. (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.

ID., *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. - Profili procedurali*, in *Trattato delle società per azioni*, COLOMBO G. E. – PORTALE G. B. (diretto da), vol. III, tomo I, Torino, Utet Giuridica, 1994.

ID., *Sollecitazione e raccolta delle deleghe di voto*, in AA.VV., *La riforma delle società quotate*, BONELLI F. – BUONOCORE V. – CORSI F. – COSTI R. – FERRO LUZZI P. – GAMBINO A. – JEAGER P.G. – PATRONI GRIFFI A. (a cura di), Milano, Giuffrè, 1998.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

- ID., *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della Direttiva azionisti*, in *Giur. comm.*, 2012, I, p. 31.
- ID., *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.*, BIGIAMI W. (diretta da), II ed., Utet, 1983, p. 252.
- SAMBUCCI L., *art. 2393-bis cod. civ.*, in *Delle Società, dell'azienda, della concorrenza*, SANTOSUOSSO D. U. (a cura di), in *Commentario del codice civile*, GABRIELLI E. (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 SCIALOJA A. – BRANCA G., *Comm. cod. civ.*, GALGANO F. (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 ss.
- SANTULLI R., voce *Sequestro: Sequestro giudiziario e conservativo (dir. proc. civ.)*, in *Enc. giur. Treccani*, Roma, 1998, pp. 2 ss.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

- 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, AJ8-181, 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*, BUONOCORE V. (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.
- ID., *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.
- ID., *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*, ALPA G. – CAPRIGLIONE F. (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*, MARCHETTI P.G. – BIANCHI L. A. (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"*, GALGANO F. – ROVERSI MONACO F. A. (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.
- ID., *Impresa*, in *Digesto disc. priv., sez. comm.*, vol. VII, Torino, 1992.
- ID., *Dalla nozione di tipo della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, I, 95, p. 110.
- ID., *Titoli di credito (1977-1986)*, in *Riv. dir. civ.*, 1986, II, p. 617.
- ID., *Un numero che detta regole: ovvero il ruolo del capitale sociale nel diritto azionario italiano*, in *Riv. not.*, 2014, p. 437 ss.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

- 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*, FRATINI M. – GASPARRI G. (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.
- ID., *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*, ROTONDI M. (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*, BESSONE M. (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 ss.
- ID., *sub. art. 40 T.U.F.*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, CAMPOBASSO G.F. (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.
- ID., *Opinioni e discussioni sulla riforma delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1967, p. 478.
- ID., *Evoluzione e problemi della società per azioni e lineamenti generali della riforma*, in *Riv. Soc.*, 1967, p. 1.
- ID., *Il sindacato di voto: realtà e prospettive*, in *Riv. soc.*, 1988, p. 15.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli nell'anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell'autore.

- VISENTINI G., *Ricerca sulle trasformazioni del sistema finanziario italiano: innovazione e deregolamentazione: relazione di sintesi per i profili giuridici*, Luiss, Roma, 1989.
- ID., *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.
- ID., *Diritto commerciale*, IV ed., Cedam, Padova, 2013.
- ID., *Etica e affari: una prospettiva giuridica*, Luiss University Press, Roma, 2005.
- ID., *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.
- ID., *Il futuro del capitalismo in Europa: etica principi regole*, in *Capitalismo prossimo venturo*, Egea, Milano, 2010, pp. 77-108.
- ID., *La diligenza come criterio di responsabilità dell'amministratore*, in *Principi civilistici nella riforma del diritto societario*, Giuffrè, Milano, 2005, pp. 99-108.
- ID., *La società per azioni nella prospettiva della corporate governance*, Milano, Ceradi-Giuffrè, 1997.
- ID., *Lezioni di teoria generale del diritto*, III ed., Cedam, Padova 2008.
- ID., *Manuale di Diritto Commerciale*, vol. III, Padova, Cedam, 2012.
- VISENTINI G. – PALAZZOLO A., *Compendio di diritto commerciale*, II ed., Cedam, Padova, 2014.
- VISENTINI G. – 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.
- ID., *Trattato di diritto commerciale*, I ed., Milano, 1912.
- ID., *Sul risanamento delle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1917, I, p. 167.
- ID., *Trattato di diritto commerciale*, V ed., vol. II, *Le società commerciali*, Torino, 1923.
- ID., *Contributo alla riforma delle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1934, I, p. 309.
- ID., *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.*, FAUCEGLIA G. – SCHIANO DI PEPE G. (diretto da), tomo I, Torino, 2007, p. 170.

CASI GIURISPRUDENZIALI U.S.

- A.J. Palumbo v. Deposit bank*, 758 F.2 113, 116 (3° 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, 0, p. 1168, con nota di V. FLOCCARI, *Decade l'onere del socio partecipante all'assemblea di depositare preventivamente nella sede sociale il proprio titolo azionaria*.

- 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, 1, 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, *Recommandation 2011-06 - Proxy voting advisory firms*, 18 marzo 2011.

ASSONIME, Circolare n. 40/2013.

ID., *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.

ID., *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.

ID., *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.

ID., *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, comma II, c.c.)*, Massima n. 63, 22 novembre 2005.

Tesi di dottorato di Giovanni Niccolò Antichi, discussa presso l’Università LUISS Guido Carli nell’anno accademico 2016-2017. Non producibile, in tutto o in parte, se non con il consenso dell’autore.

- 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.
- ID., *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.