

VII CONVEGNO ANNUALE DELL'ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

"L'INFLUENZA DEL DIRITTO EUROPEO SUL DIRITTO COMMERCIALE ITALIANO:
VALORI, PRINCIPI, INTERESSI"

Roma, 26-27 febbraio 2016

GIULIO SANDRELLI (*)

Empty voting, dalla teoria ai rimedi. La trasparenza dell'"esposizione economica" degli azionisti tra diritto europeo, disciplina nazionale e autonomia statutaria

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Il fenomeno del c.d. *empty voting* (cenni). - 2.1. Evidenza empirica del fenomeno. - 2.2. Stato della discussione teorica sull'*empty voting*: le iniziative di regolazione "sostanziale" del fenomeno. - 3. La trasparenza della "esposizione economica" come presupposto per l'applicazione degli ipotizzati rimedi "sostanziali". - 4. Individuazione delle disposizioni vigenti in tema di trasparenza dell'esposizione economica di chi esercita il voto nell'assemblea di una società quotata. - 5. Possibili funzioni della trasparenza dell'esposizione economica degli azionisti. - 5.1. Trasparenza degli assetti proprietari e trasparenza degli investimenti "puramente economici". - 5.2. Non desiderabilità di un sistema generalizzato di trasparenza degli investimenti "puramente economici". - 5.3. Ragioni a sostegno di un (limitato) obbligo di trasparenza dell'esposizione economica degli azionisti. - 5.4. Caratteristiche e ambito di applicazione delle possibili norme di trasparenza. - 6. Clausole statutarie che impongono la trasparenza dell'esposizione economica dei soggetti che esercitano il voto. - 6.1. Clausole di trasparenza e comunicazioni riguardanti gli investimenti degli azionisti. Raffronto con la norma in tema di identificazione degli azionisti. - 6.2. Clausole di trasparenza e limitazione al diritto di voto. - 6.3. Clausole di trasparenza e disciplina della *record date*. - 6.4. Clausole di trasparenza e "sanzioni private".

(*) Dipartimento di Studi Giuridici, Università Bocconi di Milano. *Junior researcher*, Baffi Center on International Markets, Money and Regulation, Milano.

1. Premessa.

La discussione sul fenomeno del c.d. *empty voting* occupa, da quasi un decennio, un ruolo importante nel dibattito internazionale sulle società quotate (1).

¹ Agli iniziali contributi di D. SKEEL, *Behind the Hedge*, in *Legal Affairs*, novembre-dicembre 2005, p. 28, e S. MARTIN - F. PARTNOY, *Encumbered Shares*, in *U. Ill. L. Rev.*, 2005, p. 775 ss., hanno fatto seguito gli studi di H.T.C. HU e B. BLACK (si segnalano, in particolare, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in *79 S. Cal. L. Rev.*, 2006, p. 811 ss., e H.T.C. HU - B. BLACK, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, in *156 U. Pa. L. Rev.*, 2008, 625 ss.; a questi autori si deve il conio della stessa espressione «*empty voting*»).

Il tema ha quindi suscitato l'interesse sia degli studiosi di finanza (si vv., fra gli altri, A. BRAV - R.D. MATHEWS, *Empty Voting and the Efficiency of Corporate Governance*, *AFA 2009 San Francisco Meetings Paper*, 2009, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'; D. YERMACK, *Shareholders Voting and Corporate Governance*, 2010, disponibile *ibidem*; A. KALAY - S. PANT, *One Share-One Vote is Unenforceable and Suboptimal*, 2008, disponibile *ibidem*), sia, soprattutto, dei giuristi: cfr., in una prospettiva di analisi economica del diritto societario, M. KAHAN - E.B. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in *155 U. Pa. L. Rev.*, 2007, p. 1021 ss.; L.E. RIBSTEIN - B.H. KOBAYASHI, *Outsider Trading as an Incentive Device*, in *U.C. Davies L. Rev.*, 2006, part. p. 38 ss.; I. ANABTAWI - L. STOUT, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, in *60 Stan. L. Rev.*, 2007-2008, p. 1255 ss. (part. p. 1280 ss.); J.R. MACEY, *Corporate Governance. Promises Kept, Promises Broken*, Princeton University Press, 2008, p. 214 ss.; A. ZANONI, *Hedge Funds' Empty Voting in Mergers and Acquisitions: A Fiduciary Duties Perspective*, in *9 Global Jurist*, 2009, *Advances*, n. 4; R.S. KARMEL, *Voting Power Without Responsibility or Risk. How Should Proxy Reform Address the Decoupling of Economic and Voting Rights?*, *Brooklyn Law School Legal Studies Research Paper No. 146*, 2009, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'; A.D. SCANO, *Conflict of Interest in Modern Financial Markets: The Case of Empty Voting*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 163 ss.; J. COHEN, *Negative Voting: Why It Destroys Shareholder Value and a Proposal to Prevent It*, in *45 Harv. J. on Legis.*, 2008, p. 237 ss.; M. LEE, *Empty Voting: Private Solutions to a Private Problem*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 2007, p. 883 ss.; cfr. altresì, sulla base di una ricostruzione del fenomeno non esclusivamente ancorata alla *law and economics* ed attenta all'inquadramento del voto nelle società per azioni nell'ambito degli studi generali (anche di ordine sociologico) sul voto nelle organizzazioni collettive, R.B. THOMPSON - P.H. EDELMAN, *Corporate Voting*, in *62 Vand. L. Rev.*, 2009, p. 129 ss. (part. p. 152 ss.); C. FORD - C. LIAO, *Power Without Property, Still: Unger, Berle, and the Derivatives Revolution*, in *33 Seattle U.L. Rev.*, 2009-2010, p. 889 ss. Si concentrano sulle implicazioni del problema in ambito europeo, E. WYMEERSCH, *Shareholders After the Crisis*, *Financial Law Institute, Universiteit Gent WP 2009-12*, 2009, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'; M.C. SCHOUTEN, *The Mechanisms of Voting Efficiency*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 2010, p. 763 ss., anche reperibile sul sito www.ssrn.com, dal quale nel seguito si cita; W.G. RINGE, *Hedge Funds and Risk Decoupling - The Empty Voting Problem in the European Union*, in *36 Seattle U.L. Rev.*, 2013, p. 1027 ss., anche reperibile sul sito www.ssrn.com, dal quale nel seguito si cita.

Con specifico riferimento al diritto italiano, si vv., tra gli altri, i contributi di G. FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità, prospettive*, Giuffrè, Milano, 2007, p. 639 ss.; F. DENOZZA, *L'interesse sociale tra "coordinamento" e "cooperazione"*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Atti del convegno in ricordo di Pier Giusto Jaeger (Milano, 9

Come ormai noto, si fa riferimento a uno “svuotamento” del voto allorché un soggetto partecipa all’assemblea di una società per azioni e vi esercita i diritti di voto avendo ridotto o annullato la propria esposizione ai ritorni dell’investimento azionario sottostante ⁽²⁾. In altre parole – per riprendere le parole di Cesare Vivante – si esercita il voto «senza il freno che viene dalla proprietà delle azioni» ⁽³⁾.

Il fenomeno si è imposto all’attenzione degli studiosi, dei *policy-makers* e, in alcuni casi, della giurisprudenza in relazione a specifiche fattispecie frutto dell’innovazione finanziaria, diffuse su scala globale negli ultimi anni: segnatamente, come meglio si vedrà in seguito, si è verificato il ricorso a forme di *empty voting* generate mediante contratti derivati, prestito titoli e sfruttamento “opportunistico” del sistema della *record date*.

ottobre 2009), Giuffrè, Milano, 2010, p. 9 ss.; ID., *Verso il tramonto dell’“interesse sociale”*, in *La dialettica degli interessi nella disciplina delle società per azioni*, a cura di A. Paciello, Jovene, Napoli, 2011, p. 77 ss.; N. DE LUCA, *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e “proprietà nascosta” di azioni*, in *RDS*, 2010, p. 312 ss.; M. MAUGERI, *Record date e “nuova” inscindibilità della partecipazione azionaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, p. 107 ss.; M. GARGANTINI, *Identificazione dell’azionista e legittimazione all’esercizio del voto nelle s.p.a. quotate*, Giappichelli, Torino, 2012, p. 283 ss.; L. SCHIUMA, *Governo societario ed esercizio del diritto di voto*, in *Governo societario ed esercizio del diritto di voto*, a cura di L. Schiuma, Cedam, Padova, 2014, p. 1 ss., part. p. 28 ss.; M. ONZA, “Record date”, *capitale sociale e partecipazione al rapporto sociale (appunti)*, *ivi*, p. 197 ss.

Va infine segnalato che, recentemente, anche alla luce della decisione assunta da una corte canadese su un importante caso di *empty voting* (deciso dalla Supreme Court of British Columbia nella causa *TELUS Corp. v. CDS Clearing and Depository Services Inc.*, 2012 BCSC 1350), sia Henry Hu che Bernard Black sono tornati nuovamente ad affrontare la questione (con orientamenti divergenti): cfr. H.T.C. HU, *Financial Innovation and Governance Mechanisms: The Evolution of Decoupling and Transparency*, in 70 *Bus. Law.*, 2015, p. 347 ss.; e B.S. BLACK, *Equity Decoupling and Empty Voting: The Telus Zero-Premium Share Swap*, in 16 *The M&A Lawyer*, 2012, 9, p. 3 ss. Sul caso *Telus v.* anche W.G. RINGE, *Empty Voting Revisited: The Telus Saga*, University of Oxford Legal Research Paper No. 18/2013, 2013, disponibile sul sito www.ssrn.com.

² In termini economici si verifica una dissociazione (*decoupling*) della componente “finanziaria” della partecipazione azionaria (cioè i flussi di cassa ad essa associati) dalla componente “corporativa” (rappresentata dalla facoltà di esercizio dei diritti sociali): cfr. H.T.C. HU - B.S. BLACK, *The New Vote Buying*, cit. (nt. 1), p. 823 ss.; G. FERRARINI, cit. (nt. 1), p. 629 ss. Naturalmente, tale dissociazione si realizza su un piano *artificiale*, per via del ricorso da parte dell’azionista a strumenti negoziali (o allo sfruttamento di meccanismi organizzativi societari) che consentono di realizzarla. Non si determina dunque, in termini giuridici, una effettiva modificazione della partecipazione azionaria, né una “scissione” con effetti “reali” (*Spaltung*) delle prerogative che attengono alla posizione del socio nei confronti della società e degli altri azionisti.

³ C. VIVANTE, *Gli azionisti non possono alienare o vincolare il loro diritto di voto*, in *Riv. dir. comm.*, 1914, I, p. 173.

Nonostante il numero considerevole di studi sul tema, nella maggior parte dei casi si è finora evitata l'adozione di risposte mirate ⁽⁴⁾ e, per quanto specificamente riguarda l'ambito europeo, non si è addivenuti a un coordinamento tra diverse istanze "regolatorie" provenienti da singoli ordinamenti nazionali, alcuni dei quali hanno peraltro proceduto in ordine sparso ad assumere misure di contrasto ⁽⁵⁾.

Fra le possibili spiegazioni della modesta risposta legislativa ad un problema sovente presentato come diffuso e quasi allarmante è la limitata disponibilità di studi empirici che offrano un quadro preciso dell'effettiva portata del problema ⁽⁶⁾. In effetti, la riflessione sull'*empty voting* si è finora prevalentemente confrontata con questioni di ordine "sostanziale". Il tema è stato inquadrato alla luce di paradigmi quali la correlazione tra rischio e potere, o il principio "un'azione, un voto": in questa direzione ci si è interrogati sull'opportunità di introdurre limitazioni (legali o statutarie) al voto espresso in assemblea da azionisti privi di "interesse economico" nelle società in cui hanno investito; oppure di ripensare la disciplina di alcuni strumenti introdotti per favorire la partecipazione all'assemblea (anzitutto, la *record date*), dal momento che essi si prestano talvolta ad utilizzi opportunistici ⁽⁷⁾.

Tuttavia, l'applicazione di qualsiasi rimedio di tipo sostanziale risulta seriamente ostacolata se il sistema non consente di *individuare* i potenziali *empty voters* e conoscere, a fronte del potere di voto che essi esercitano in assemblea, quale sia la loro "esposizione economica" nei confronti della società interessata. In altri termini, un'adeguata *trasparenza* costituisce un presupposto essenziale non solo per applicare ma, prima ancora, per operare una adeguata ricognizione del fenomeno e valutare l'opportunità di regolarlo ulteriormente.

All'analisi di tale questione – spesso non affrontata a fondo nelle discussioni sui profili sostanziali del problema ⁽⁸⁾ – è dedicato il presente la-

⁴ Ad esempio, non hanno avuto finora seguito, quanto meno a livello federale, le proposte della Securities and Exchange Commission (SEC) statunitense in tema di *empty voting* contenute nella Concept Release on the U.S. Proxy System, 17 CFR Parts 240, 270, 274, and 275, 2010, disponibile sul sito www.sec.gov. Un'eccezione a quanto osservato nel testo è rappresentata dall'ordinamento di Hong Kong, dove misure di contrasto all'*empty voting* sono state introdotte a partire dal 2003: v. *infra*, par. 4.

⁵ Si v. l'esito della consultazione avviata dalla EUROPEAN SECURITIES MARKET AUTHORITY (ESMA), *Call of Evidence on Empty Voting. Feedback Statement*, 2012, reperibile sul sito www.esma.europa.eu. Come si vedrà in seguito (par. 4), negli ordinamenti francese e portoghese sono state introdotte alcune misure di trasparenza per individuare potenziali casi di *empty voting*.

⁶ V. peraltro *infra*, par. 2.1.

⁷ V. più diffusamente *infra*, par. 2.2.

⁸ Vanno tuttavia richiamati fin d'ora, oltre agli studi di H.T.C. HU e B.S. BLACK (cit. in nt. 1), le riflessioni contenute in M.C. SCHOUTEN, cit. (nt. 1), p. 46 ss.; W.G. RINGE,

voro. Tenendo conto della premessa appena svolta – e cioè del ruolo essenziale della trasparenza ai fini della valutazione sull'introduzione e applicazione di eventuali strumenti di disciplina del problema – nelle pagine seguenti si cercherà di verificare, in una prospettiva di *policy*: (i) se e in base a quali principi possa essere giustificata l'introduzione di regole che impongano, in capo a coloro che esercitano il voto, di rendere trasparente la riduzione dell'interesse economico sottostante il loro investimento azionario (operata, ad esempio, tramite l'assunzione di posizioni "corte" in derivati, la vendita di azioni *post record date*, ecc.); (ii) le caratteristiche che tali norme di trasparenza potrebbero avere. *De iure condito*, inoltre, ci si interogherà sulla possibilità di introdurre già oggi, per via statutaria, un siffatto sistema da parte di singoli emittenti.

Anticipando le conclusioni cui si perverrà nel corso del lavoro, può osservarsi che l'introduzione di forme di trasparenza della "esposizione economica" degli azionisti di una società quotata appare giustificata (e proporzionata ai relativi costi) in base a ragioni sia di efficienza informativa del mercato, sia di corretta formazione del voto assembleare: ciò, a condizione che la *disclosure* sia imposta unicamente a coloro che si sono registrati per l'esercizio del voto in assemblea, e con applicazione di ragionevoli soglie di rilevanza. Parimenti, appare percorribile l'ipotesi che gli emittenti italiani introducano, "a legislazione vigente", clausole statutarie che subordinino l'esercizio del voto da parte di azionisti con partecipazioni rilevanti a oneri informativi di questo tipo, in base ai criteri delineati in prosieguo.

In questa analisi, i profili di diritto europeo rivestono primaria importanza: la disciplina degli obblighi di trasparenza in relazione alle società quotate costituisce da tempo materia attratta nella competenza della legislazione dell'Unione, attesi gli obiettivi di armonizzazione della disciplina dei mercati nell'ottica del mercato interno comune ⁽⁹⁾; e, d'altra parte, gli spazi di autonomia ancora disponibili agli stati membri ⁽¹⁰⁾ vanno riducendosi, sia per iniziativa di questi ultimi ⁽¹¹⁾, sia per l'accentuata interna-

cit. (nt. 1), p. 45 ss. e, in ambito italiano, con riferimento alla questione della *record date*, M. GARGANTINI, cit. (nt. 1), p. 283 ss.

⁹ V. in argomento, ad es., N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford University Press, Oxford, 2014, p. 130 ss.

¹⁰ Pure ancora concessi – guardando ad esempio al testo legislativo più rilevante nella materia che ci occupa – dalla c.d. direttiva *Transparency* (2004/109/CE, come modificata dalla direttiva 2013/50/UE), in una logica che rimane, sia pure solo in parte, di "armonizzazione minima".

¹¹ Significativa, per quanto riguarda l'ordinamento italiano, è l'introduzione per via legislativa (cfr. art. 14, commi 24-*bis* e 24-*ter*, l. 28 novembre 2005, n. 246) di un divieto di *gold-plating*, ai sensi del quale «gli atti di recepimento di direttive comunitarie non possono prevedere l'introduzione o il mantenimento di livelli di regolazione superiori a quelli minimi richiesti dalle direttive stesse».

zionalizzazione del dibattito sulle proposte di regolazione che riguardano prodotti dell'innovazione finanziaria come quelli che favoriscono l'*empty voting* ⁽¹²⁾. Al contempo, il confronto con l'ordinamento nazionale rimane importante e problematico, specialmente in considerazione delle questioni che le ipotetiche misure di trasparenza di cui si parlerà pongono in termini di effetti sull'esercizio del voto e sull'autonomia statutaria degli emittenti in materia.

Il presente lavoro è organizzato come segue. Dopo alcuni cenni di carattere descrittivo all'*empty voting*, nonché alle evidenze empiriche e al dibattito teorico intorno tale fenomeno (par. 2), si introdurrà il tema della trasparenza, individuando in linea generale quali informazioni potrebbero essere oggetto di *disclosure* al fine di consentire una individuazione puntuale dei casi di "svuotamento" del voto (par. 3). In seguito, si passeranno in rassegna le frammentarie disposizioni che il vigente ordinamento (europeo e nazionale) già contiene a questo riguardo (par. 4). Su tali basi, si procederà quindi all'indagine sulle possibili funzioni, nonché sui benefici e sui costi di un sistema organico di trasparenza dell'*empty voting* (parr. 5.1-5.3). Infine, delineate le possibili caratteristiche del sistema ipotizzato (par. 5.4), si passerà all'analisi delle clausole che gli emittenti potrebbero introdurre in statuto per imporre forme di *disclosure* del fenomeno in esame (par. 6).

2. Il fenomeno del c.d. *empty voting* (cenni).

L'espressione *empty voting*, benché di significato ormai noto, merita un breve inquadramento.

In linea di principio, qualsiasi asimmetria tra l'"interesse economico" collegato ad una partecipazione azionaria e il potere di voto che questa conferisce può dar luogo a un effetto di "svuotamento" ⁽¹³⁾. Ciò può verificarsi in conseguenza del ricorso a strumenti negoziali tipici ⁽¹⁴⁾: per esempio, nella vendita a termine di azioni, il voto è attribuito per legge a colui che a breve cesserà di essere proprietario delle azioni, il quale, dun-

¹² Si vedano, in particolare, gli ampi lavori preparatori che hanno preceduto, a partire dal 2009, la revisione della direttiva *Transparency* e l'emanazione degli atti attuativi, con particolare riferimento alle "norme tecniche di regolamentazione" in tema di partecipazione rilevanti e cc.dd. posizioni lunghe. Cfr. N. MOLONEY, cit. (nt. 9), pp. 131 ss., 141 ss.

¹³ Ed infatti, è frequente il rinvenimento di un nesso tra questa discussione e il più generale dibattito sulla c.d. regola "un'azione, un voto". Cfr. ad es. H.T.C. HU - B. BLACK, cit. (nt. 1), *The New Vote Buying*, p. 811 ss.; A. KALAY - S. PANT, cit. (nt. 1), p. 1 ss.; M.C. SCHOUTEN, cit. (nt. 1), p. 43 ss.

¹⁴ Sulle ipotesi di "scissione" previste da istituti appartenenti alla traduzione del nostro diritto societario cfr. ad es. M. MAUGERI, cit. (nt. 1), p. 116 ss.

que, non sopporterà, di regola, le “conseguenze” del proprio voto, destinate a ricadere sull’acquirente ⁽¹⁵⁾; in questo senso, il venditore può essere definito un *empty voter*. Analogamente, nel riporto, il diritto di voto spetta al riportatore, cioè a un proprietario solo “temporaneo” delle azioni, ma gli effetti economici ricadono, in definitiva, sul riportato ⁽¹⁶⁾. Più in generale, effetti “dissociativi” simili discendono dall’operare di altri istituti contemplati dall’ordinamento, quali – per limitarsi a richiamare quello di più recente introduzione – le azioni a voto plurimo e maggiorato (art. 2351, comma 4, c.c.; artt. 127-*quinquies* e 127-*sexies* TUF), la cui funzione è, appunto, quella di rafforzare le prerogative di *voice* della partecipazione azionaria di alcuni soci soltanto, a parità di esposizione di tutti al medesimo rischio di impresa.

Peraltro, il fenomeno dell’*empty voting* si è imposto all’attenzione degli studiosi, dei *policy-makers* e, in alcuni casi, della giurisprudenza ⁽¹⁷⁾ in relazione a fattispecie diverse e specifiche, la cui amplissima diffusione è stata favorita dal processo di innovazione finanziaria in corso su scala globale da alcuni decenni ⁽¹⁸⁾:

¹⁵ Cfr. art. 1531, comma 2, c.c.. Sul tema, v. ad es. P. GRECO – G. COTTINO, *Della vendita*. Artt. 1470-1547, in *Commentario al codice civile* a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma, 1981, p. 485; G. SENA, *Il voto nell’assemblea della società per azioni*, Milano, 1961, p. 276 ss.

¹⁶ Cfr. art. 1550, comma 2, c.c.. Sul punto v., ad es., G. COTTINO, *Del riporto*. *Della permuta*. Artt. 1548-1555, in *Commentario al codice civile* a cura di A. Scialoja e G. Branca, Zanichelli, Bologna-Roma, 1966, p. 61 ss.; L. BIANCHI D’ESPINOSA, *I contratti di borsa*. *Il riporto*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* diretto da A. Cicu, F. Messineo e da L. Mengoni, e continuato da P. Schlesinger, vol. XXXV, tomo 2, Giuffrè, Milano, 1969, p. 485 ss. V. anche E. SCIMEMI, *La vendita del voto*, Giuffrè, Milano, 2003, p. 212 ss.

Vicenda in parte analoga (ma più articolata) si riscontra nell’usufrutto e nel pegno di azioni, dove all’attribuzione del diritto di voto ad un solo soggetto (il titolare del diritto parziario o, se convenzionalmente pattuito, il proprietario: cfr. art. 2352 c.c.) si contrappone una frammentazione degli interessi economici associati alla partecipazione sottostante. Cfr. ad es. C. ANGELICI, *Le azioni*. Artt. 2346-2356, in *Commentario al codice civile* diretto da P. Schlesinger, Giuffrè, Milano, 1992, p. 194 ss.

¹⁷ V. da ultimo il caso *Telus*, sopra richiamato. Si segnala, in ambito italiano, una pronuncia del Tribunale di Milano (12 febbraio 2014, in *Società*, 2014, p. 1191), relativa a un caso in cui un soggetto (forse) indirettamente titolare della maggioranza delle azioni della società ha esercitato un voto determinante, in qualità di creditore, nell’assemblea degli obbligazionisti chiamata ad approvare una proposta di concordato preventivo.

¹⁸ Sull’impatto dell’innovazione finanziaria (e, in particolare, del ricorso sempre più ampio e diffuso a derivati su azioni e contratti di prestito titoli) sul mercato del controllo societario, sui modi di partecipazione degli investitori professionali al governo delle società quotate, sull’esercizio del diritto di voto in occasione di operazioni straordinarie e, più in generale, nei rapporti tra soci e amministratori e dei soci tra loro, v. già, con diversità di orientamenti, H.T.C. HU, *Risk, Time and Fiduciary Principles in Corporate Investment*, in 38 *U.C.L.A. L. Rev.*, 1990, p. 277 ss.; ID., *New Financial Products, the Modern Process of Financial Innovation, and the Puzzle of Shareholder Welfare*, in 69 *Tex. L. Rev.*, 1991, p. 1273 ss.; K.D. KRAWIEC, *Derivatives, Corporate Hedging, and Shareholder Wealth: Modigliani-Miller*

(i) i *contratti derivati*, che consentono a un azionista di ridurre in tutto o in parte il rischio associato al proprio investimento ⁽¹⁹⁾;

(ii) i contratti di *prestito su azioni*, nei quali, di regola, il prestatario (di fatto, un proprietario “a termine” delle azioni, come nel riporto)⁽²⁰⁾ non sopporta il rischio economico collegato alla propria partecipazione, pur esercitando il voto in assemblea⁽²¹⁾;

(iii) il sistema della data di registrazione che, in ordinamenti come il nostro, legittima all’esercizio del voto chi abbia ceduto le azioni tra la c.d.

Forty Years Later, in *U. Ill. L. Rev.*, 1998, p. 1039 ss.; J. GILSON - C.K. WHITEHEAD, *Deconstructing Equity: Public Ownership, Agency Costs, and Complete Capital Markets*, in *108 Colum. L. Rev.*, 2008, p. 231 ss.

¹⁹ Più specificamente, l’azionista, conservando la proprietà delle azioni, può sottoscrivere un derivato – spesso, un *equity swap* – dal “lato corto”, in modo tale che ad ogni flusso di cassa positivo associato alla partecipazione azionaria (si pensi alla distribuzione di un dividendo, o alla crescita del prezzo di borsa in un dato lasso di tempo) corrisponda un flusso di cassa negativo da corrispondersi in forza del derivato e, per converso, ad ogni deprezzamento del valore delle azioni corrisponda un flusso positivo in forza del derivato stesso. È dunque un *empty voter*, ad esempio, un soggetto proprietario di 1.000 azioni ordinarie di una società quotata nella quale si accinge ad esercitare il voto e, al contempo, abbia sottoscritto in posizione “corta” (cioè assumendo un’aspettativa ribassista sull’andamento del prezzo delle azioni) *equity swaps* riferiti al medesimo emittente per un ammontare di 500 azioni. Per una analitica descrizione del funzionamento degli *equity swap* e degli altri strumenti derivati che consentono di conseguire un analogo effetto di “neutralizzazione” del rischio associato a un investimento azionario, cfr. ad es. E. GIRINO, *I contratti derivati*, Giuffrè, Milano, 2010, part. p. 423 ss.; sia inoltre consentito il rinvio al mio *La nuova disciplina degli “strumenti finanziari derivati” nelle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 134 ss.

²⁰ Come il riporto, anche il prestito titoli comporta il trasferimento della proprietà delle azioni: v. in argomento i contributi comparatistici di T. KEIJSER, *Financial collateral arrangements: the European collateral directive considered from a property and insolvency law perspective: an academic essay in law*, Deventer, 2006, p. 148; P. SANTELLA E AA., *A Comparative Analysis of the Legal Obstacles to Institutional Investor Activism in the EU and in the US*, 2008, disponibile sul sito www.ssrn.com; nella dottrina italiana cfr. ad es. P. CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario*, Giuffrè, Milano, 2008, p. 96, ove altri riferimenti.

²¹ Infatti, i contratti di *securities lending* attualmente più diffusi sul mercato obbligano il prestatario a trasferire al prestatore ogni forma di remunerazione (sotto forma di dividendo o altra distribuzione patrimoniale) ottenuta sui titoli temporaneamente trasferiti; inoltre, l’obbligo del prestatario di restituire a scadenza la medesima quantità di titoli inizialmente trasferita (indipendentemente dal relativo valore) ha l’effetto di ribaltare sul solo prestatore il rischio collegato all’oscillazione del prezzo dei titoli stessi, con conseguenze non dissimili da quello di un derivato. Queste le previsioni del *Global Master Securities Lending Agreement* (c.d. GMSLA), elaborato dalla International Securities Lending Association (ISLA), le cui condizioni generali (elaborate da ultimo nel 2010) sono reperibili sul sito www.isla.co.uk. Il GMSLA prevede, altresì, la facoltà dei *lenders* di “richiamare” le azioni date a prestito in prossimità delle assemblee, così da consentire ai prestatori di esercitare il voto. Tale facoltà, tuttavia, è raramente esercitata dagli investitori istituzionali per ragioni di vario ordine, analizzate da W.G. RINGE, cit. (nt. 1), p. 1043 ss., cui si rinvia anche per altri riferimenti.

record date e la data dell'assemblea: a costui è quindi riconosciuto il potere di concorrere a determinare l'esito delle deliberazioni assembleari, senza che ne sopporti le conseguenze, non essendo esposto ad alcun rischio in relazione alla partecipazione di cui si è ormai spogliato ⁽²²⁾.

Oltre a "neutralizzare" il rischio associato a un investimento azionario, il ricorso ai medesimi strumenti può trasformare l'*empty voter* in soggetto che assume una posizione *ribassista* nei confronti dell'emittente nel quale esprime il voto (si è parlato in questo caso di interesse economico "negativo"). Ciò si verifica, ad esempio, quando l'esposizione economica acquistata attraverso un derivato eccede quella derivante dalla partecipazione azionaria ⁽²³⁾, ovvero allorché un investitore prende a prestito un pacchetto azionario, lo registra nel termine previsto dalla legislazione sulla *record date* e, successivamente, lo vende allo scoperto ⁽²⁴⁾.

Com'è evidente, il rischio derivante dalle situazioni sopra descritte è che l'*empty voter* orienti l'esito di una deliberazione assembleare – tipicamente su un'operazione straordinaria – perseguendo finalità altre (e potenzialmente divergenti) rispetto a quelle di valorizzazione del proprio investimento nella partecipata. Simili finalità possono essere puramente "speculative", come nel caso dell'azionista titolare di una posizione eco-

²² Si parla, al riguardo, di *record date capture*: v. per questa definizione H.T.C. HUBBARD, *The New Vote Buying*, cit. (nt. 1), p. 817. Il problema è ben evidenziato anche negli studi dedicati alla disciplina italiana della *record date*, introdotta in attuazione della direttiva 2007/36/CE (c.d. direttiva sui diritti degli azionisti): v. tra gli altri, con diversità di opinioni, G.B. PORTALE, *La società quotata nelle recenti riforme (note introduttive)*, in *RDS*, 2007, p. 1 ss., a p. 4 s.; A. GAMBINO, intervento in *Seminario decreto legislativo 27/2010*, in *Giur. comm.*, 2011, I, p. 997 s.; N. DE LUCA, cit. (nt. 1), p. 312 ss.; P. MONTALENTI - S. BALZOLA, *La società per azioni quotata*, in *Le nuove s.p.a.*, diretto da O. Cagnasso e L. Panzani, vol. II, Zanichelli, Bologna, 2010, p. 1868; G. GUIZZI, *Gli azionisti e l'assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in *RDS*, 2011, p. 2 ss., a p. 6 ss.; M. MAUGERI, cit. (nt. 1), p. 144 ss.; F. DENOZZA, *Art. 127-bis*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Utet, Torino, 2012, p. 1765 ss.; R. SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della Direttiva azionisti*, in *Giur. comm.*, 2012, I, p. 42 ss.; M. EREDE, *L'esercizio del diritto di intervento e voto in assemblea di società con titoli quotati: alcune riflessioni in tema di legittimazione e titolarità in seguito all'introduzione della record date*, in *Banca borsa*, 2012, I p. 63 ss.; M. GARGANTINI, cit. (nt. 1), p. 242 ss. (ivi anche per ulteriori riferimenti).

Peraltro, l'art. 7 della direttiva 2007/36/CE fa unicamente divieto agli stati membri di prevedere l'ammissione al voto di azioni che non risultino registrate ad una data precedente l'assemblea; la norma comunitaria, invece, non si spinge a richiedere, *altresì*, l'ammissione al voto delle azioni di cui il titolare, debitamente registratosi alla *record date*, si sia successivamente privato. Tale seconda previsione costituisce il frutto di una scelta del legislatore italiano (cfr. artt. 83-sexies, comma 2, e 127-bis TUF), modellata sull'esperienza di altri ordinamenti.

²³ È il caso di un soggetto che possiede 500.000 azioni di un emittente e conclude "dal lato corto" un *equity swap* il cui sottostante è costituito da 1.000.000 azioni.

²⁴ Questa, ad esempio, è la tecnica adottata dall'*hedge fund* Mason Capital nel caso *Telus*, sopra ricordato.

nomica “negativa” nei confronti dell’emittente che tenta di favorire le proprie aspettative ribassiste sul valore della società e sul prezzo delle azioni. Più spesso, condotte di *empty voting* mirano a favorire società concorrenti nelle quali l’azionista abbia investito, oppure società coinvolte nella medesima operazione sulla quale i soci sono chiamati ad esprimere il voto: ciò accade tipicamente allorché, nel contesto di una fusione, l’azionista dell’incorporante acquista altresì azioni dell’incorporata al fine di poter esercitare il voto anche nell’assemblea di quest’ultima e assicurare così il buon esito dell’operazione (25).

2.1. Evidenza empirica del fenomeno.

Nonostante la vasta letteratura teorica ormai formatasi sul tema, le ricerche empiriche sulla diffusione del fenomeno in esame sono ancora ad uno stadio iniziale.

Sono stati condotti studi su temi *collegati* a fattispecie “a rischio” di *empty voting*: ad esempio, si è analizzato il comportamento, in prossimità dell’assemblea, di soggetti che hanno sottoscritto un contratto di prestito su azioni (26); si è altresì studiato l’andamento dei prezzi dei titoli azionari in coincidenza delle *record date* (27). Tuttavia, l’analisi di casi di esercizio di

²⁵ Così avvenne nei primi anni 2000 nel caso forse più noto di *empty voting*, in cui il fondo Perry, azionista della società americana King Pharmaceuticals acquistò un pacchetto del 10% di azioni di Mylan Laboratories Inc., di cui si era progettata l’incorporazione, nel tentativo di superare il blocco opposto da un gruppo di investitori istituzionali di Mylan, ostili all’operazione. Perry aveva peraltro eliminato ogni esposizione al rischio verso King acquistando una posizione “corta” sulle medesime azioni, attraverso la sottoscrizione di un *equity swap* con alcune banche. Sul caso, v. ad es. H.T.C. HU - B.S. BLACK, *The New Vote Buying*, cit. (nt. 1), p. 828 ss.; G. FERRARINI, cit. (nt. 1), p. 638 s.

Si registra anche il caso dell’investitore che ha possiede strumenti finanziari di tipo diverso emessi dalla medesima società: ad esempio, nel caso *Telus*, il medesimo soggetto era titolare di azioni appartenenti a due diverse categorie (e rispetto a una di esse aveva assunto una posizione “corta”): la potenzialità di un conflitto nasceva al cospetto di una deliberazione di conversione delle azioni di una categoria nell’altra. Cfr. B.S. BLACK, cit. (nt. 1), p. 3 ss. Fattispecie simile a quella appena descritta riguarda l’investimento in capitale di rischio e in capitale di debito del medesimo emittente: si la pronuncia del Trib. Milano cit. a nt. 17.

²⁶ Cfr. ad es. G. D’AVOLIO, *The Market for Borrowing Stock*, in 66 *J. Fin. Econ.*, 2002, p. 271 ss.

²⁷ Cfr. ad es. S. CHRISTOFFERSEN E AA., *Vote Trading and Information Aggregation*, in 62 *J. Fin.*, 2007, p. 2897 ss. Gli studiosi riscontrano un incremento medio dello 0,1 per cento di azioni prese a prestito in prossimità della *record date*; si tratta di un dato statisticamente significativo, che segnala l’esistenza diffusa e quantitativamente non trascurabile dell’accaparramento di azioni in vista del voto (il che potrebbe anche facilmente preludere a strategie di *record date capture*). I risultati dello studio ora menzionato sono peraltro parzialmente ridiscussi da S. MOSER E AA., *Securities Lending Around Proxies: Is the increase*

voto “svuotato” e dei suoi impatti sull’esito delle decisioni assembleari si basa ancor oggi, in larga misura, sull’analisi di episodi tratti dalle cronache finanziarie.

La ricognizione più completa (ancorché non aggiornata) in argomento restituisce il quadro di un fenomeno diffuso su scala globale, con manifestazioni simili riscontrate in una pluralità di ordinamenti diversi (28). Risulta, in particolare, che episodi di *empty voting* siano emersi, principalmente:

(1) in occasione di deliberazioni assembleari in tema di fusione (come nell’esempio sopra riportato);

(2) in occasione di assemblee convocate per deliberare in ordine all’adozione di misure difensive nei confronti di un’offerta pubblica di acquisto ostile;

(3) in occasione di approvazione di modifiche statutarie non collegate a cambi di controllo (ad esempio, conversioni forzose di azioni);

(4) in coincidenza di assemblee convocate per l’elezione degli amministratori (29).

2.2. Stato della discussione teorica sull’*empty voting*: le iniziative di regolazione “sostanziale” del fenomeno.

Come accennato in premessa, l’iniziale riflessione sul tema dell’*empty voting* si è prevalentemente concentrata sull’opportunità di disciplinare il fenomeno nei suoi profili *sostanziali*.

Da parte di alcuni studiosi – scettici sulla concreta esigenza di allineare interesse economico e voto – si è scoraggiata qualsiasi forma di regolazione dell’*empty voting* (30). Altri, ricorrendo a categorie generali di anali-

in lending due to proxy abuse, or a result of dividends?, 2013, disponibile sul sito www.ssrn.com.

²⁸ Cfr. H.T.C. HU - B.S. BLACK, *Equity and Debt Decoupling*, cit. (nt. 1), p. 661 ss. V. anche, per ulteriori evidenze, sempre di carattere “aneddotico”, H.T.C. HU, *Financial Innovation*, cit. (nt. 1), p. 364 ss.; ESMA, cit. (nt. 5), p. 7 ss., ove peraltro, con riferimento a una consultazione (anche) sul grado di diffusione del fenomeno in ambito comunitario, l’autorità europea osserva: «amongst the majority of respondents there was a shared view on the fact that empty voting practices are occurring in the EU markets. However it is clear that there is a lack of evidence to support the responses. In fact, apart from a few cases reported by the media, almost no respondents were able to measure the frequency and the scale of them across the EU».

²⁹ Cfr., per esempi, H.T.C. HU - B.S. BLACK, *Equity and Debt Decoupling*, cit. (nt. 1), p. 661 ss.

³⁰ Cfr. ad es., sia pure con diversità di accenti, B.H. KOBAYASHI - L.E. RIBSTEIN (nt. 1), p. 44 ss.; O.H. DOMBALAGIAN, *Can Borrowing Shares Vindicate Shareholder Primacy?*, in 42 *U.C. Davis L. Rev.*, 2009, p. 1231 ss., a p. 1289 s.; G.W. DENT, *The Essential Unity of Shareholders and the Myth of Investor Short-Termism*, in 35 *Del. J. Corp. L.*, 2010, p. 97 ss., part. a p.

si del fenomeno societario come il paradigma “un’azione, un voto”, hanno proposto l’introduzione di limitazioni (legali o statutarie) al voto espresso da soggetti privi di “esposizione” al rischio del proprio investimento; oppure hanno sottolineato l’urgenza ripensare la disciplina della c.d. *record date* (31). Ricorrendo a chiavi di lettura diverse, altri studiosi ancora hanno analizzato i rapporti tra voto e formazione delle maggioranze nelle organizzazioni collettive, ravvisando talora nell’*empty voting* un fattore di alterazione dei presupposti che consentono alla maggioranza di operare quale “aggregatore” efficiente di preferenze individuali (32).

La discussione ha coinvolto anche alcuni dei principali regolatori, chiamati a valutare l’opportunità di introdurre norme specifiche per disciplinare il fenomeno (33). In ambito europeo, nel 2012, la *European Securities and Markets Authority* (ESMA) ha promosso una consultazione pubblica sul problema dell’*empty voting*, con particolare riferimento alla sua diffusione, all’impatto sugli esiti del voto, ai possibili rimedi adottabili. L’autorità, tuttavia, ha concluso per l’insufficienza di evidenze empiriche tali da giustificare, allo stato, un’azione regolatoria a livello europeo (34).

La posizione dell’ESMA è stata giustificata anche alla luce delle altre iniziative di matrice comunitaria all’epoca appena realizzate o allo studio, nonché in considerazione degli spazi di intervento disponibili ai legislatori nazionali e dell’autodisciplina degli operatori (35). Sotto il primo profilo, l’ESMA ha menzionato il processo di revisione della direttiva 2004/109/CE (c.d. *Transparency*), il regolamento sulle vendite allo scoperto

111 ss. Negli studi di finanza sul tema, contrarietà a ipotesi di regolazione è espressa, ad es., da A. BRAV - R.D. MATHEWS, cit. (nt. 1); e da A. KALAY - S. PANT, cit. (nt. 1).

³¹ V. ad es. S. MARTIN - F. PARTNOY, cit. (nt. 1), p. 775 ss.; H.J. COHEN, cit. (nt. 1), p. 237 ss. Su tali basi sono state elaborate alcune proposte di riforma. In particolare, in ambito nordamericano, Henry Hu e Bernard Black, tra gli altri, hanno formulato alcune puntuali proposte di regolazione “sostanziale” del fenomeno, che spaziano dalla repressione drastica del (solo) voto connotato da interesse “negativo”, a misure volte a incoraggiare il “richiamo”, in prossimità delle assemblee, delle azioni oggetto di prestito a investitori terzi, al riconoscimento della legittimità di clausole statutarie “anti-svuotamento” che subordinino l’esercizio del voto a percentuali minime di esposizione economica al rischio di impresa. V. diffusamente H.T.C. HU - B.S. BLACK, *The New Vote Buying*, cit. (nt. 1), p. 694 ss. V. anche R. KARMEL, cit. (nt. 1), p. 41 s.

³² Cfr. ad es. B. THOMPSON - P.H. EDELMAN, cit. (nt. 1), p. 129 ss.; e M.C. SCHOUTEN, cit. (nt. 1), p. 774 ss., sulla scia di Z. GOSHEN, *Voting (Sincerely) in Corporate Law*, in 5 *Theoretical Inquiries L.*, 2005, p. 1 ss.

³³ V. in particolare *Concept Release on the U.S. Proxy System* della SEC statunitense, cit. a nt. 4. Misure di trasparenza per favorire l’emersione di situazioni di *empty voting* sono invece state adottate, fin dal 2003 (e poi con successivi adeguamenti), a Hong Kong: cfr. la *Securities and Futures Ordinance* emanata dalla Securities and Futures Commission, reperibile sul sito www.legislation.gov.hk (cap. 571, part XV).

³⁴ Cfr. ESMA, cit. (nt. 5), pp. 5, 12 s.

³⁵ *Ivi*, p. 13.

(n. 236/2012 del 14 marzo 2012) e il disegno di una *Security law directive* sull'armonizzazione dei sistemi di custodia e circolazione degli strumenti finanziari: tutte misure (come in seguito si vedrà) in qualche modo suscettibili di incidere sulla disciplina del problema. Sotto il secondo profilo, si sono richiamate le iniziative adottate da ordinamenti europei - in particolare, francese e portoghese - dirette ad una (sia pure parziale) regolazione del fenomeno ⁽³⁶⁾; inoltre, le associazioni dei *securities lenders* hanno da tempo adottato *guidelines* che scoraggiano l'utilizzo del prestito titoli in funzione di "svuotamento" del voto ⁽³⁷⁾.

Queste le principali iniziative di riforma. Naturalmente, non è affatto scontato che un fenomeno problematico debba essere affrontato attraverso l'introduzione di nuove regole o la modifica di quelle esistenti, dovendosi anzitutto verificare, in via interpretativa, se la disciplina societaria di un ordinamento non contenga già presidi che - adattati, se necessario, per tenere conto dell'evoluzione finanziaria - possano offrire rimedi efficaci e coerenti con il sistema.

Nel senso da ultimo indicato si è orientata (forse più opportunamente) la riflessione nel dibattito italiano, ove, ad esempio, si è messo in luce - sia pure con approdi interpretativi non convergenti - il ruolo che la norma sul conflitto di interessi del socio (art. 2373 c.c.) potrebbe svolgere nel selezionare e sanzionare i casi di *empty voting* effettivamente pregiudizievoli per la collettività degli azionisti, ovvero la funzione svolta da clausole generali come quella di correttezza e buona fede, nella misura e nei modi in cui esse possano ritenersi applicabili anche ai rapporti tra azionisti di una società quotata ⁽³⁸⁾.

³⁶ V. *infra*, par. 4.

³⁷ Cfr. ad es. la raccomandazione dell'International Corporate Governance Network (ICGN), *Securities Lending Code of Best Practice*, 2007, disponibile sul sito www.icgn.org, ove il prestito titoli con finalità di esercizio del voto in assemblea viene classificato quale «bad practice». Anche il modello di contratto quadro più diffuso nel settore del *securities lending* (il *Global Master Securities Lending Agreement* elaborato dalla International Securities Lending Association) prevede (§ 8) un apposito diritto di recesso a favore del prestatore in prossimità dell'assemblea, che così da consentire il riacquisto dei titoli (*call-back option*).

³⁸ V. in argomento M. MAUGERI, cit. (nt. 1), p. 146 ss.; M. GARGANTINI, cit. (nt. 1), p. 285 ss.; v. anche M. EREDE, cit. (nt. 22), p. 85; v. anche A.D. SCANO, cit. (nt. 1), p. 186 ss.; sono scettici sull'applicazione del rimedio di cui all'art. 2373 c.c., invece, G. FERRARINI, cit. (nt. 1), p. 639 ss. e F. DENOZZA, *Verso il tramonto*, cit. (nt. 1), p. 77 ss. Cfr. inoltre, per recenti considerazioni di ordine generale sugli istituti in questione (considerazioni assai utili anche con riferimento al problema qui in esame), C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Tr. Cicu-Messineo*, Giuffrè, Milano, 2012, part. p. 111 ss.; A. GAMBINO, *Nuove prospettive del conflitto di interessi assembleare nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, p. 379 ss.

3. La trasparenza della “esposizione economica” come presupposto per l’applicazione degli ipotizzati rimedi “sostanziali”.

L’applicazione di rimedi di ordine “sostanziale” postula evidentemente l’esistenza di strumenti che consentano di *individuare l’empty voter*.

Ipotizzando, ad esempio, di applicare la norma sul conflitto di interessi dianzi evocata, l’impugnazione di una deliberazione che si assume adottata con il voto determinante di un *empty voter* presuppone la conoscenza e la dimostrazione dell’interesse personale di chi ha espresso il voto; si tratta, quindi, di individuarne la fonte e le modalità di interazione (conflittuali) con gli interessi collettivi degli altri soci ⁽³⁹⁾. In concreto, a tal fine, dev’esservi la possibilità di avere contezza dello strumento (contratto derivato, prestito titoli, utilizzo “opportunistico” della *record date*) che abbia determinato la dissociazione tra interesse economico e voto, nonché della misura di tale dissociazione: se, cioè, la partecipazione riferibile ai diritti di voto esercitati sia solo parzialmente svuotata del proprio contenuto economico, o lo sia per intero, o se vi sia addirittura un interesse economico negativo.

Analoghe esigenze informative sussistono, evidentemente, ove si ipotizzi l’esercizio di un’azione risarcitoria fondata sulla presunta violazione dei principi di correttezza nei confronti degli altri azionisti. E ancor più tali informazioni sarebbero necessarie ove, per contrastare fenomeni di *decoupling*, si volessero introdurre limitazioni (di legge, o anche soltanto statutarie) all’esercizio del voto in capo a chi ha ridotto l’“interesse economico” sottostante la propria partecipazione ⁽⁴⁰⁾.

Ora, l’indagine sullo “svuotamento” del voto è rivolta al grado di *esposizione economica* dell’azionista (o del soggetto comunque legittimato al voto) nei confronti dell’emittente. Ciò richiede la disponibilità di informazioni che non sono ricavabili dal mero dato relativo ai possessi azionari (e, dunque, dalla “tradizionale” disciplina della trasparenza degli assetti proprietari), bensì da fonti ulteriori così schematizzabili.

Anzitutto, l’esposizione economica di un soggetto nei confronti dell’emittente può essere modulata attraverso *investimenti diversi* da quello consistente nella partecipazione azionaria che attribuisce il voto. In precedenza si è detto dell’acquisto di “posizioni corte” sui titoli azionari, che

³⁹ Tralascio, in questa sede, le molteplici e rilevanti questioni che riguardano l’operare dei presupposti dell’art. 2373 c.c. in fattispecie come quelle in esame. Per fare solo alcuni esempi: l’effettiva implicazione dell’“interesse sociale” nelle varie deliberazioni “a rischio” di *empty voting*, la configurabilità di un *conflitto* (tra quali interessi? e in quali casi?) in capo a chi esercita il voto privo di interesse economico sottostante, la distribuzione dell’onere probatorio in relazione ai diversi elementi della fattispecie delineata dall’art. 2373: v. su questi aspetti gli Autori cit. alla nota 38.

⁴⁰ Sul punto v. *infra*, parr. 4 e 5.

contribuisce a ridurre, annullare, o rendere negativo l'interesse economico collegato all'investimento principale ⁽⁴¹⁾. Tali posizioni, che costituiscono appunto un investimento distinto (anche se collegato) a quello nell'emittente, non sono di regola "catturate" dalle norme sulla trasparenza delle partecipazioni rilevanti, che si incentrano sulla *disclosure* delle sole azioni possedute.

Vi è poi il caso in cui l'esposizione economica è ridotta per effetto di intese contrattuali che rendono l'azionista immune da fluttuazioni di valore del titolo, come avviene nei casi (già esemplificati) del prestito, del riporto o della vendita a termine: qui non si è presenza di un investimento distinto da quello in azioni, bensì di un *vincolo contrattuale* che investe la partecipazione azionaria e ne caratterizza (nel senso di renderlo temporaneo) il possesso. Anche in questo caso, nella misura in cui le norme di "trasparenza proprietaria" si limitano a richiedere la comunicazione al mercato del numero di azioni possedute (ma non delle *caratteristiche* di tale possesso), esse non sono sufficienti ad assicurare la diffusione delle informazioni necessarie ai fini qui in esame.

Ancora, se si considera il problema della *record date*, lo svuotamento dell'interesse economico di chi esercita il voto potrebbe essere determinato dal *mancato possesso* delle azioni (in ipotesi cedute dopo la data di registrazione) al momento dell'assemblea: qui, dunque, non siamo in presenza di una pluralità di investimenti o di caratteristiche particolari dell'investimento azionario, bensì di *assenza* di quest'ultimo. In teoria, norme che impongono la trasparenza dei possessi azionari dovrebbero assicurare la tracciabilità del fenomeno appena descritto; nella realtà – come vedremo – i tempi e i modi di tale forma di *disclosure* non consentono di ricostruire in modo tempestivo se i soggetti legittimati al voto siano ancora titolari delle azioni con le quali si sono registrati.

Naturalmente, constatare che norme di trasparenza sarebbero necessarie per applicare rimedi di ordine "sostanziale" alle fattispecie di *empty voting* non è sufficiente a giustificare l'introduzione, atteso – tra l'altro – che manca un consenso sul se e sul come dovrebbero essere applicati i rimedi sostanziali in questione.

L'ipotesi di norme di trasparenza aggiuntive rispetto a quelle già esistenti richiede, allora, di essere dimostrato su basi autonome, come si cercherà di fare in prosieguo.

Pertanto, prima procedere a tale indagine, è opportuno verificare quali forme di *disclosure* dell'esposizione economica siano già ad oggi contemplate da fonti dell'ordinamento europeo e nazionale ⁽⁴²⁾; ciò, al fine di delimitare con precisione gli spazi che debbano essere eventualmente

⁴¹ V. gli esempi alle note 19 e 23 che precedono.

⁴² Sul ruolo della disciplina europea nella materia in esame v. la Premessa.

riempiti da una ipotesi di regolamentazione aggiuntiva. Nel far ciò, si faranno alcuni riferimenti a discipline di altri ordinamenti nazionali.

4. Individuazione delle disposizioni vigenti in tema di trasparenza dell'esposizione economica di chi esercita il voto nell'assemblea di una società quotata.

(i) Disciplina europea di trasparenza degli assetti proprietari

Nella disciplina di fonte europea dedicata alla trasparenza degli assetti proprietari, delineata dalla direttiva 2004/109/CE, c.d. *Transparency* (per brevità, "DT", recentemente modificata all'esito di un lungo processo di revisione)⁽⁴³⁾, il tema dell'*empty voting* non è espressamente contemplato. Gli sforzi del legislatore europeo si sono concentrati sulla questione (complementare rispetto a quella qui in esame e avvertita come più problematica) della "proprietà nascosta" di azioni, con l'intento di assicurare la *disclosure* delle cc.dd. posizioni lunghe, che consentono al titolare di acquistare *in futuro* azioni con diritto di voto ovvero che, pur non conferendo una «facoltà» di acquisto, producono «un effetto economico» simile all'acquisto diretto di azioni ⁽⁴⁴⁾.

Tale impianto normativo non consente di "catturare" informazioni sulla esposizione economica dei soggetti dichiaranti. Non è infatti richiesta la comunicazione al mercato di investimenti in strumenti che attribuiscono

⁴³ La direttiva *Transparency* è stata modificata con direttiva 2013/50/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2013. Il processo di recepimento della direttiva di riforma – avviato con l'art. 5 della legge 9 luglio 2015, n. 114 (legge di delegazione europea 2014) – [è in corso nel momento in cui si scrive: v. il documento di consultazione diffuso dal Ministero dell'Economia e delle Finanze in data 12 ottobre, disponibile sul sito www.mef.gov.it; v., altresì, il documento di consultazione diffuso dalla Consob in data 30 novembre 2015, disponibile sul sito dell'autorità] [*soggetto ad aggiornamento*].

Sul processo di revisione della direttiva *Transparency* (e con particolare ai temi della *hidden ownership*) cfr., tra gli altri, L. ENRIQUES - M. GATTI, *Creeping Acquisitions in Europe: Enabling Companies to Be Better Safe than Sorry*, Oxford Legal Studies Research Paper No. 69/2014, p. 24 ss.; W.G. RINGE, *Hedge Funds*, cit. (nt. 1), p. 46 ss.; P.H. CONAC, *Cash-Settled Derivatives as a Takeover Instrument and the Reform of the EU Transparency Directive*, in *The European Financial Market in Transition* (a cura di H.S. Birkmose e aa.), Wolters Kluwer, Alphen aan den Rijn, 2012, p. 49 ss.

⁴⁴ Cfr. art. 13, par. 1, DT riformata. Sul problema della individuazione e del trattamento delle posizioni lunghe (che possono tipicamente essere acquistate attraverso strumenti finanziari derivati, ma anche attraverso obbligazioni e altri strumenti convertibili, nonché attraverso contratti di prestito titoli) non è qui possibile soffermarsi. Cfr. ESMA, *On draft Regulatory Standards on major shareholdings and an indicative list of financial instruments subject to notification requirements under the revised Transparency Directive*, Consultation Paper e Final Reports, 2014, reperibili sul sito www.esma.europa.eu. [*completare bibliografia*]

un'esposizione *negativa* (dunque, una posizione corta) nei confronti dell'emittente.

Anzi, l'art. 13, par. 1-*bis*, DT precisa che «[p]er il calcolo dei diritti di voto, sono prese in considerazione soltanto le posizioni lunghe» e che queste ultime «non sono compensate con le posizioni corte relative allo stesso emittente sottostante». Sicché, ad esempio, il soggetto cui facciano capo una posizione lunga corrispondente al 7% del capitale con diritto di voto di una società quotata (costruita, supponiamo, dal 3% di azioni e dal 4% di contratti di opzione *call*)⁽⁴⁵⁾ e una posizione corta corrispondente al 5% (rappresentata, in ipotesi, da opzioni *put*), (i) dovrà comunicare al pubblico il superamento della soglia rilevante (5%), ma, al contempo, (ii) non sarà tenuto a rendere noto il fatto che la sua esposizione economica è, in realtà, decisamente inferiore⁽⁴⁶⁾.

Le disposizioni tecniche di attuazione della direttiva raccomandate dall'ESMA e recepite dalla Commissione ⁽⁴⁷⁾ assicurano la trasparenza dei contratti di *prestito titoli*, annoverando tra le posizioni lunghe oggetto di *disclosure ex art. 13 DT* anche i «*repurchase agreements*» e i «*rights to recall lent shares*» ⁽⁴⁸⁾. Sicché, di fatto, tanto i prestatori quanto i prestatari di azioni debbono dichiararne il possesso: i primi in virtù della disposizione appena richiamata, i secondi in forza dell'obbligo generale di comunicazione dell'acquisto di azioni *ex art. 9 DT*. Anche in questo caso, tuttavia, il dato sull'esposizione economica dell'azionista non emerge: a norma della direttiva, il *borrower* è tenuto a dichiarare la titolarità di azioni, ma non il *titolo* del possesso, e quindi il fatto che, in virtù del prestito, egli non si trova esposto al rischio associato all'investimento sottostante.

La direttiva non assicura trasparenza neppure alla c.d. *record date capture*. Se è vero che un azionista deve comunicare all'emittente, oltre che l'acquisto, anche la *cessione* di azioni che determinino la discesa al di sotto di una delle soglie di rilevanza (art. 9, par. 1, DT), il termine per la comunicazione è di quattro giorni di negoziazione a partire dalla data dell'operazione (art. 12, par. 2, DT)⁽⁴⁹⁾. Di conseguenza, in caso di cessione

⁴⁵ Sull'aggregazione tra diritti di voto e posizione lunghe v. l'art. 13-*bis* DT.

⁴⁶ Tenendo presente la *ratio* dell'estensione degli obblighi di trasparenza alle posizioni lunghe (equiparate, nella sostanza, a partecipazioni potenziali), il divieto di *netting* tra posizioni lunghe e corte – già adottato in numerosi ordinamenti nazionali, tra cui il nostro (v. *infra*) – ha la finalità di evitare che il dichiarante si sottragga ai propri doveri di *disclosure* “schermando” il possesso di futuri diritti di voto attraverso posizioni corte.

⁴⁷ Cfr. Regolamento Delegato (UE) 2015/671 della Commissione del 17 dicembre 2014, contenente i *Regulatory Technical Standards* elaborati dall'ESMA.

⁴⁸ Cfr. *Annex VI – Indicative list of financial instruments* allegato al *Final Report* cit. *supra*, alla nota 44 (p. 67).

⁴⁹ La direttiva di riforma ha ridotto di un giorno il termine per la “notificazione”, anticipando di un giorno il *dies a quo* per il computo del termine di 4 giorni (in alcuni ordinamenti, come il nostro, il termine è ancora di 5 giorni di mercato aperto: cfr. art. 121

di azioni tra la data di registrazione e la data dell'assemblea, nulla assicura che l'emittente sia tempestivamente informato dell'operazione, specialmente se quest'ultima si perfeziona a ridosso dell'adunanza ⁽⁵⁰⁾.

(ii) *Disciplina italiana di trasparenza degli assetti proprietari*

Rispetto al quadro comunitario, le disposizioni adottate nel nostro ordinamento presentano alcune specificità rilevanti.

Un primo aspetto riguarda la trasparenza delle *posizioni corte*, non coperte – come appena veduto – dalle previsioni europee. È interessante osservare che nel 2009, all'atto di delineare un sistema di *disclosure* delle "partecipazioni nascoste" in sede di prima attuazione della direttiva *Transparency*, la Consob aveva introdotto l'obbligo, in capo a chi possedesse azioni o partecipazioni potenziali, di dichiarare *anche* l'esistenza di eventuali «partecipazioni potenziali in vendita»: queste ultime erano ricollegate al possesso di strumenti finanziari che, «in virtù di un accordo giuridicamente vincolante», attribuissero al titolare «il diritto incondizionato» di acquistare o di vendere, «tramite consegna fisica», le azioni sottostanti (cfr. art. 116-terdecies, lett. d2), RE, nella versione previgente rispetto a quella attuale)⁽⁵¹⁾. E così, ad esempio, un azionista in possesso di azioni con diritto di voto pari al 3% – partecipazione soggetta a *disclosure*, poiché superiore alla soglia del 2% in base alla norma generale dell'art. 120, comma 2, TUF ⁽⁵²⁾ – avrebbe dovuto altresì dichiarare l'eventuale possesso di opzioni *put* sulle medesime azioni in misura superiore al 2%, offrendo quindi al mercato un quadro della propria esposizione economica effettiva nei confronti dell'emittente.

Nei lavori preparatori, la Consob aveva espressamente motivato l'introduzione della *disclosure* in parola con l'esigenza di assicurare traspa-

reg. em. [v. peraltro il documento di consultazione della Consob cit. alla nt. 43] *[da aggiornare sulla base del processo di recepimento della riformata DT]*.

⁵⁰ Peraltro, se in sede di assemblea non è possibile tenere conto dell'intervenuta cessione, il dato potrebbe divenire disponibile *ex post*, in tempo utile per promuovere un'eventuale azione di impugnazione o risarcitoria. Ciò, peraltro, si verifica soltanto a condizione che l'informazione circa *la data* di avvenuta cessione sia resa nota ai soci che intendono promuovere l'azione (in Italia, per esempio, tale informazione è oggetto di obbligo di comunicazione all'emittente e all'autorità di vigilanza, ma non al mercato).

⁵¹ La norma era stata introdotta con deliberazione Consob n. 16850 del 1° aprile 2009.

⁵² Oggi la soglia è stata elevata al 5% (cioè al massimo consentito dalla direttiva *Transparency*) nel caso in cui l'emittente sia una «PMI», cioè una società quotata con fatturato e/o capitalizzazione inferiori alle soglie di cui all'art. 1, comma 1, lett. *w-quater*, TUF. [Peraltro, anche la soglia generale è in procinto di essere innalzata al 3% in base a quanto previsto dalla bozza di decreto legislativo di recepimento della riformata DT, attualmente in fase di adozione.] *[da aggiornare sulla base del processo di recepimento della riformata DT]*

renza a fenomeni di *empty voting* (53). Peraltro, l'obbligo di trasparenza delle posizioni corte – i cui presupposti applicativi risultavano, in realtà, disallineati rispetto allo scopo prefissato (54) – ha avuto vita breve. Allorché la Consob, nel 2011, ha rivisitato la disciplina del Regolamento Emittenti al fine di prevedere la *disclosure* dei derivati con regolamento in contanti, l'obbligo di comunicazione delle «partecipazioni potenziali in vendita» è stato soppresso «in un'ottica di bilanciamento dei costi connessi alle modifiche regolamentari proposte» (55).

Se, quindi, il nostro assetto di disciplina non contiene più un obbligo di trasparenza su posizioni corte costruite sulla base di *derivati*, le norme vigenti impongono invece doveri di comunicazione più pervasivi di quelli previsti in ambito europeo con riferimento al *prestito titoli* e al *riporto*. L'art. 118, comma 2, RE prevede infatti la comunicazione all'emittente e alla Consob della partecipazione rilevante sia in capo al prestatore (o al riportato) sia in capo al prestatario (o al riportatore). È richiesto in particolare – qui sta la differenza rispetto al quadro normativo della direttiva *Transparency* – che il possessore delle azioni (prestatario o riportatore) dichiari il *titolo* del proprio possesso in sede di comunicazione, rendendo quindi nota la natura solo temporanea della propria partecipazione (56).

Invece, al pari di quanto avviene in sede europea, non constano previsioni specifiche intese a rendere il pubblico edotto circa la possibile cessione di azioni *post record date*. La disciplina applicabile è unicamente quella generale in tema di partecipazioni rilevanti, [recentemente modificata], che stabilisce un termine di [quattro giorni] di negoziazione per la

⁵³ Cfr. CONSOB, *Recepimento della direttiva 2004/109/CE (Transparency)*. Documento di consultazione, 7 luglio 2008, disponibile sul sito www.consob.it.

⁵⁴ Per un verso, come detto, le partecipazioni potenziali in vendita erano oggetto di *disclosure* solo se oggetto di regolamento in natura (*physical settlement*); non venivano dunque rese note condotte di *empty voting* realizzate (come più di frequente avviene) attraverso derivati *cash-settled*. Per altro verso, non si comprendeva per quale ragione fossero assoggettati all'obbligo in questione anche i meri possessori di partecipazioni *potenziali* i quali, non disponendo (ancora) di diritti di voto, non ponevano rischi di “svuotamento”. Per alcune osservazioni, in chiave critica, sulla previsione ricordata nel testo, cfr. F. ANNUNZIATA, *Brevi note in merito alla nuova disciplina delle “partecipazioni potenziali”: verso quali disclosure*, in *Giur. comm.*, 2010, p. 584 ss.; sia anche consentito il rinvio a G. SANDRELLI, *La trasparenza delle partecipazioni azionarie: questioni e prospettive dopo il recepimento della direttiva Transparency*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti*, Egea, Milano, 2011, p. 568 ss.

⁵⁵ Cfr. CONSOB, *Modifiche in materia di trasparenza delle partecipazioni potenziali con regolamento in contanti in attuazione dell'art. 120, comma 4, lettera d-ter del Tuf*. Documento di consultazione, 6 maggio 2011, disponibile sul sito www.consob.it.

⁵⁶ Cfr. Allegato 4A al Regolamento Emittenti, Quadro 2.3 del Modello 120A. Diversa la soluzione recentemente adottata nel Regno Unito, dove si è introdotto *ex novo* un obbligo di *disclosure* a carico degli *share lenders*, ma soltanto in corrispondenza della soglia minima del 5% prevista dalla direttiva.

comunicazione di un acquisto o di una cessione, «decorrenti dal giorno dell'operazione idonea a determinare il sorgere dell'obbligo, indipendentemente dalla data di esecuzione» (art. 121, comma 1, RE)⁽⁵⁷⁾ [da aggiornare sulla base del processo di recepimento della riformata DT]. Poiché la data di registrazione coincide con il termine del *settimo* giorno di mercato aperto precedente la data dell'assemblea (art. 83-*sexies*, comma 2, TUF), è assicurata, in tempo per la riunione dei soci, la *disclosure* delle sole cessioni di azioni *post record date* che (i) interessino una soglia di rilevanza e (ii) si verifichino entro la [*seconda*] giornata di mercato aperto successiva alla data di registrazione⁽⁵⁸⁾. Ogni diversa cessione sfugge all'apparato di trasparenza previsto dalla nostra disciplina⁽⁵⁹⁾.

(iii) *Disciplina di trasparenza degli assetti proprietari in altri ordinamenti europei*

Diversamente da quanto avvenuto in Italia, altri ordinamenti europei, sfruttando le opportunità di *gold-plating* offerte dalle norme comunitarie, hanno introdotto meccanismi di trasparenza che assicurano ai partecipanti all'assemblea di un emittente quotato un quadro più fedele ed aggiornato circa l'intervento di eventuali *empty voters*.

In Francia, l'art. L225-126 del *code de commerce*, in vigore dal 2010⁽⁶⁰⁾, impone un obbligo di comunicazione all'emittente e all'autorità di vigilanza in capo a chiunque sia in possesso di una partecipazione che rap-

⁵⁷ [Nella versione introdotta in sede di recepimento delle modifiche apportate alla direttiva *Transparency*.] [da aggiornare sulla base del processo di recepimento della riformata DT]

⁵⁸ Va ricordato che, ai fini della data di registrazione, rileva il momento del *regolamento* dell'operazione di compravendita di azioni (il momento, cioè, nel quale i titoli sono effettivamente accreditati/addebitati sul conto di registrazione delle parti: c.d. *actual settlement date*), non il momento in cui l'operazione viene negoziata (c.d. *trade date*). Attualmente, in Italia, le operazioni concluse in borsa sono regolate entro il secondo giorno di mercato successivo al *trade* (c.d. ciclo di regolamento a T+2: cfr. l'avviso di Borsa Italiana S.p.A. n. 1735 del 6 febbraio 2014). Di conseguenza, un soggetto che ceda le proprie azioni nel corso del settimo o dell'ottavo giorno precedente la data dell'assemblea sarà ancora legittimato a registrarsi ai fini della partecipazione a quest'ultima, dal momento che il regolamento della vendita non si sarà ancora concluso. Sul punto v. M. GARGANTINI, cit. (nt. 1), p. 261, sia pure con riferimento ad un contesto nel quale vigeva il termine di *settlement* delle operazioni di borsa era basato su un ciclo di regolamento a T+3.

⁵⁹ Non è oggetto di questo studio il problema – studiato invece da M. GARGANTINI, cit. (nt. 1), p. 275 ss. – delle possibili eccezioni che il presidente dell'assemblea possa sollevare nei confronti del soggetto regolarmente registrato per la partecipazione all'adunanza dei soci del quale tuttavia risulti, in base a notizie di stampa o *rumor* di mercato (ma non in base a comunicazioni pubbliche *ex art.* 120 TUF), il mancato possesso delle azioni sottostanti la partecipazione comunicata in sede di *record date*.

⁶⁰ Cfr. l'art. 49 della *loi* n. 1020-1249 del 22 ottobre 2010.

presenti più dello 0,5% dei diritti di voto, qualora si tratti di azioni detenute in forza di operazioni di *cession temporaire* o che attribuiscono il diritto o l'obbligo di rivendita o restituzione dei titoli al cedente. La comunicazione deve essere resa al più tardi alla data di registrazione (che, dal 2015, precede di due giorni quella dell'assemblea) e deve contenere informazioni circa l'identità del cedente, la data del contratto di cessione e, se del caso, gli accordi relativi al voto ⁽⁶¹⁾.

Può sinteticamente osservarsi come la disciplina francese sia essenzialmente rivolta alla trasparenza del *prestito titoli* (o di operazioni similari, quali pronti contro termine, *leasing* di azioni, ecc.) obbligando i prestatori di azioni a dichiarare i propri possessi anche ben al di sotto della soglia prevista in linea generale dalla disciplina di trasparenza degli assetti proprietari ⁽⁶²⁾. Non sono interessate dall'obbligo di *disclosure*, invece, le "posizioni corte" generate da fenomeni negoziali *diversi* dal trasferimento temporaneo di azioni (come i derivati), né viene "catturata" la cessione dei titoli dopo la *record date* ⁽⁶³⁾.

Da notare, inoltre, che la trasparenza imposta dal *code de commerce* è dovuta nell'imminenza (e, dunque, in funzione) dell'assemblea dei soci, ma non costituisce un'obbligazione "su base continua" del tipo previsto dall'art. 13 DT. Da questo punto di vista, il regime francese si differenzia dalla norma del nostro Regolamento Emittenti in tema di *disclosure* delle azioni oggetto di riporto e prestito titoli: laddove quest'ultima stabilisce un'obbligazione *continua*, ma attivabile solo al raggiungimento della soglia "ordinaria" di partecipazione, il primo esige una trasparenza *puntuale* (in corrispondenza della *record date*), ma in presenza di soglie ridotte di partecipazione e con previsione di un contenuto informativo più ricco e "mirato" all'inquadramento del fenomeno dissociativo e alle conseguenze sul voto.

Diversa, e specificamente rivolta a intercettare le cessioni di azioni *post-record date*, è la norma dell'art. 23-C, comma 7, del *Código dos Valores Mobiliários* portoghese, la quale richiede la comunicazione al presidente dell'assemblea e all'autorità di vigilanza, da parte dei soci registrati per il

⁶¹ A commento della norma v. C. MAISON-BLANCHE - A. BARAT, *La nouvelle obligation de transparence sur les opérations de détentions temporaire avant tenue des assemblées: Réflexions préliminaires*, in *Revue trimestrielle de Droit Financier*, 2011, p. 80 ss.; B. ZABALA, *Action de concert et transparence préassemblées générales: les nouveaux équilibres actionnariaux sous l'oeil du législateur et la Cour de cassation*, in *Revue Lamy Droit des Affaires*, 2011, p. 110 ss.; v. anche W.G. RINGE, cit. (nt. 1), p. 46 ss.; ESMA, cit. (nt.5), p. 16.

⁶² Attualmente, in Francia, la soglia minima di comunicazione dei possessi azionari è fissata al 5%, salva la minor soglia introdotta dagli emittenti in via statutaria: cfr. art. L.233-7 c. com.

⁶³ Ravvisa in ciò un aspetto critico della disciplina in esame W.G. RINGE, cit. (nt. 1), p. 47. La norma deve essere peraltro coordinata con l'obbligo di fonte europea di trasparenza delle posizioni corte nette, di cui si dirà in seguito.

voto, di *ogni* trasferimento di azioni intervenuto tra la data di registrazione e il momento di conclusione dell'assemblea. È da notare, in questo caso, l'assenza di soglie di rilevanza e, per altro verso, anche il disinteresse dell'ordinamento portoghese rispetto a fenomeni di *empty voting* diversi da quello che si realizza attraverso il meccanismo della *record date* (in particolare, la disciplina non considera il prestito titoli, oggetto di attenzione in Francia e in Italia).

(iv) *Disciplina europea relativa al c.d. internal dealing*

A partire dalla direttiva 2003/6/CE (c.d. *Market Abuse*), sono stati introdotti obblighi di comunicazione – aggiuntivi rispetto a quelli derivanti dalla disciplina sulla trasparenza degli assetti proprietari – in capo ai soggetti ritenuti “prossimi” alle informazioni privilegiate che riguardano un emittente quotato: si tratta di coloro che vi svolgono funzioni di amministrazione, controllo e direzione, nonché le persone ad essi «strettamente associate»: costoro sono tenuti ad informare l'autorità di vigilanza e il pubblico delle operazioni effettuate per loro conto su azioni di tale emittente o *strumenti derivati* (o altri strumenti finanziari) ad esse collegati⁽⁶⁴⁾. Sono previste soglie di rilevanza assai ridotte (Euro 5.000, innalzabili fino a Euro 20.000 dalle autorità nazionali) e un termine per la comunicazione, più breve di quello previsto dalla direttiva *Transparency*, di soli *tre* giorni lavorativi⁽⁶⁵⁾.

Tra gli strumenti rilevanti per la normativa in esame si annoverano espressamente anche i derivati che attribuiscono “posizioni corte”, così come i contratti di prestito titoli e simili. Di conseguenza, nel caso in cui i (soli) soggetti “apicali” di un emittente possiedano azioni, ma la loro partecipazione sia in tutto o in parte “svuotata” per effetto di posizioni corte, la potenzialità di un *empty voting* sarà effettivamente resa nota al mercato⁽⁶⁶⁾.

⁶⁴ V. già l'art. 6, par. 4, della direttiva 2003/6/CE e, oggi, con disciplina più analitica, l'art. 19 del Regolamento UE n. 596/2014 del 16 aprile 2014 (c.d. *Market Abuse Regulation* o *MAR*). In Italia l'obbligo è inoltre esteso, a norma dell'art. 114, comma 7, TUF, ad ogni azionista in possesso del 10% o più del capitale sociale: tale norma – che costituisce un *gold-plating* del meno restrittivo regime comunitario – dovrà probabilmente essere rivista.

⁶⁵ In Italia, sono attualmente previsti cinque giorni di mercato aperto per la comunicazione dovuta dai soggetti “apicali”, mentre i soci effettuano la comunicazione entro la fine del 15° giorno del mese successivo a quello in cui è stata effettuata l'operazione: cfr. 152-*octies* reg. em.

⁶⁶ In Italia, dove l'obbligo di comunicazione incombe – per il momento – anche sui soci con partecipazioni superiori al 10% del capitale, la *disclosure* è più ampia. Tuttavia, il termine molto ampio (anche fino a 45 giorni dalla data dell'operazione) previsto

Si noti, peraltro, che il sistema non consente di intercettare in modo efficace i casi di *record date capture*, atteso che il termine per la comunicazione dell'operazione compiuta dal soggetto "apicale" può comunque superare quello che separa la data di registrazione dalla data dell'assemblea.

In ogni caso, va osservato come le norme in commento non sono funzionali (in ottica "societaria") a realizzare un sistema di *disclosure* delle situazioni di svuotamento del voto, bensì a soddisfare esigenze di trasparenza in chiave di *prevenzione degli abusi di mercato* ⁽⁶⁷⁾.

(v) *Disciplina europea delle vendite allo scoperto*

In precedenza, si è accennato al ruolo che le vendite allo scoperto possono rivestire nella costruzione di "posizioni corte" funzionali a condotte di *empty voting*. Un importante strumento di trasparenza, al riguardo, è stato introdotto con il regolamento europeo in materia di *short selling* (n. 236/2012 del 14 marzo 2012, per brevità "SSR").

In particolare, l'art. 5 SSR prevede l'obbligo di comunicazione all'autorità di vigilanza nazionale delle «posizioni corte nette» su azioni quotate pari allo 0,2% del capitale. L'obbligo di comunicazione è esteso anche nei confronti del pubblico quando la posizione corta netta raggiunga lo 0,5% ⁽⁶⁸⁾.

Come il riferimento alla «posizione corta» suggerisce, la *disclosure* imposta dal regolamento non investe le sole operazioni di vendita allo scoperto in senso stretto, bensì ogni operazione che conferisce un vantaggio finanziario in caso di diminuzione del prezzo o del valore del titolo azionario (cfr. art. 3, par. 1, SSR), con l'espressa esclusione, però, del prestito titoli ⁽⁶⁹⁾.

dal Regolamento Emittenti non consente un aggiornamento frequente del quadro informativo.

⁶⁷ Cfr. MAR, considerando n. 58. Peraltro, il medesimo considerando sembra "avvicinare" la disciplina in esame a quella di trasparenza degli assetti proprietari, laddove afferma che la *disclosure* delle operazioni di *internal dealing* «può essere altresì un elemento d'informazione estremamente prezioso per gli investitori» e, con specifico riferimento alle operazioni di cessione in pegno e di prestito titoli, che «in assenza di comunicazione il mercato non sarebbe al corrente, a esempio, di un'accresciuta possibilità di un futuro cambiamento significativo della proprietà di azioni, di un aumento dell'offerta di azioni sul mercato o di una perdita dei diritti di voto in tale società».

⁶⁸ Sono altresì soggetti a comunicazione gli incrementi dello 0,1% al di sopra di ciascuna di tali soglie.

⁶⁹ Il regolamento delegato della Commissione (n. 918/2012 del 5 luglio 2012) precisa l'ampia estensione degli obblighi di trasparenza, includendo nella nozione di «posizione corta» anche gli strumenti *cash-settled* e le vendite di panieri di titoli azionari (artt. 6 e 7): da questo punto di vista, il perimetro rilevante ai fini della SSR è più ampio di quello ai fini della direttiva *Transparency* dove gli obblighi di *disclosure* riferiti a titoli inclusi in

Per altro verso, le soglie per gli obblighi di trasparenza sono parametrizzate a posizioni corte *nette*: rilevano, dunque, i soli casi in cui un investitore abbia un'esposizione complessivamente "negativa" nei confronti di un emittente; non sono coperti, invece, i casi nei quali l'investitore possiede una partecipazione azionaria anche rilevante, "svuotata" in tutto o in parte mediante posizioni corte, ma a saldo zero o positivo.

Anche in questo caso, come nei precedenti, è la diversità delle funzioni della disciplina a giustificare un diverso (e, ai nostri fini, insufficiente) perimetro di applicazione: il Regolamento, infatti, è rivolto a scopi di tutela del buon funzionamento *del mercato*, non alla trasparenza dei processi di voto nei singoli emittenti.

(vi) *Considerazioni di sintesi*

Il quadro normativo tracciato a livello europeo e nazionale restituisce l'immagine di una trasparenza frammentaria e lacunosa delle possibili situazioni di *empty voting* negli emittenti quotati: lo si avverte guardando alla discontinuità di regolazione rispetto alle fattispecie di "svuotamento" (in Italia - ma non in Europa - obblighi di trasparenza "continua", al di fuori del caso di vendite allo scoperto, sono previsti soltanto per il prestito titoli e il riporto), alla loro "intensità" (sono previsti obblighi di *disclosure* in caso di esposizione economica negativa, non di esposizione positiva ma ridotta, o nulla), ai soggetti interessati (è assicurata una parziale trasparenza delle "posizioni corte" dei soggetti qualificati come *insider*, non degli altri).

Tale situazione si spiega osservando che, laddove una trasparenza del potenziale *empty voting* viene assicurata, ciò è per soddisfare esigenze diverse da quella di rendere nota l'esposizione economica di un soggetto legittimato all'esercizio del voto in assemblea (trasparenza degli assetti proprietari, efficienza informativa del mercato, contrasto agli abusi, ecc.).

5. *Possibili funzioni della trasparenza dell'"esposizione economica" degli azionisti.*

Vi è da chiedersi, allora, anche sotto un profilo gius-politico, se l'assenza di un insieme coerente di obblighi di trasparenza degli investimenti economici su azioni sia ancora giustificata, in un contesto nel quale le occasioni di dissociazione della proprietà azionaria dal diritto del voto sono sempre più facilitate dai processi di innovazione finanziaria.

panieri sono limitati da soglie di rilevanza (cfr. Regolamento delegato (UE) della Commissione del 17 dicembre 2014).

Di seguito si tenta di offrire una risposta a tale interrogativo, indagando funzioni, benefici e costi di un possibile regime di trasparenza di questo tipo.

Per procedere nell'analisi, un immediato e utile termine di confronto da cui prendere le mosse è costituito dal sistema di trasparenza degli assetti proprietari delle società quotate. Infatti, l'individuazione delle funzioni di tale (più tradizionale) sistema di regole aiuta a mettere a fuoco le differenti caratteristiche e le criticità di un ipotetico regime di trasparenza dell'*empty voting*.

5.1. *Trasparenza degli assetti proprietari e trasparenza degli investimenti "puramente economici"*.

La trasparenza degli assetti proprietari persegue, oggi, una molteplicità di funzioni, che possono essere sinteticamente riassunte come segue⁽⁷⁰⁾.

Da un punto di vista *statico*, essa assolve alla funzione di tracciare, attraverso l'identificazione dei *singoli* azionisti più rilevanti, una "geografia" aggiornata⁽⁷¹⁾ dei centri di potere in grado di influire sulla gestione dell'emittente⁽⁷²⁾; centri riconducibili a chi esercita il controllo, ma anche a soci di minoranza potenzialmente capaci di esercitare forme di influenza o di indirizzo sulla gestione, anche (ma non soltanto) attraverso il voto in assemblea⁽⁷³⁾. La medesima *disclosure* consente, poi, di ricostruire *nel com-*

⁷⁰ Mi riferisco all'oggi perché, storicamente, la trasparenza proprietaria ha talora perseguito obiettivi diversi da quelli indicati nel testo. Ad esempio è noto che, nel nostro paese, l'obbligo di comunicazione alla Consob e all'emittente dei possessi azionari, fu originariamente introdotto con funzione preventiva e di *enforcement* rispetto al fenomeno delle partecipazioni reciproche: cfr. la relazione all'art. 1/5 della l. 216 del 1974, riportata in R. NOBILI - (M. VITALE), *La riforma delle società per azioni. Commento alla Legge 7 giugno 1974, n. 216 e ai Decreti delegati*, Giuffrè, Milano, 1975, sub art. 1/5, p. 76.

⁷¹ A tale funzione non supplisce adeguatamente il libro soci che, in Italia, è aggiornato solo periodicamente e non in modo completo (cioè senza indicazione del "beneficiario ultimo" della partecipazione posseduta): cfr. artt. 2435 c.c., 2370, comma 3, c.c. e 83-undecies TUF. V. tuttavia, per la diversa esperienza dell'ordinamento tedesco, U.H. SCHNEIDER, *Azionisti non iscritti nel libro dei soci: la loro "sicura identificazione" tra norma ed effettività*, trad. it. in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità, prospettive*, Giuffrè, Milano, 2007, vol. II, p. 693 ss.

⁷² V. nella dottrina italiana, per tutti, F. D'ALESSANDRO, *La trasparenza della proprietà azionaria e la legge di riforma della Consob*, in *Giur. comm.*, 1986, I, p. 337; G. FERRI, *Partecipazione rilevante*, in *Enc. dir.*, vol. XXXII, Giuffrè, Milano, 1982, p. 22; G. SCOGNAMIGLIO, *Partecipazioni rilevanti e reciproche dopo la l. 281/1985*, in *Tr. dir. priv.* diretto da P. Rescigno, vol. 22, Utet, Torino, 1991, p. 551.

⁷³ Il riferimento, qui, è anzitutto alla figura degli investitori istituzionali, quali soci di minoranza teoricamente dotati di competenze professionali e di incentivi a esercitare una attività di *monitoring* sull'organo amministrativo, secondo il paradigma di matrice anglosassone (v. per tutti B.S. BLACK, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional*

plesso la complessiva struttura dell'azionariato di un emittente, che può essere più o meno concentrata; informazione, anche questa, utile per i suoi potenziali riflessi sulla *corporate governance* di un emittente ⁽⁷⁴⁾. Tali informazioni favoriscono una più consapevole partecipazione al voto degli azionisti; inoltre, poiché la partecipazione all'azionariato dell'emittente di soggetti rispondenti a determinate caratteristiche (ovvero la stessa struttura proprietaria che la società assume) può incidere sul valore delle azioni, la relativa informazione al mercato migliora l'accuratezza e l'efficienza nella formazione dei prezzi delle azioni ⁽⁷⁵⁾.

Da un punto di vista *dinamico*, invece, la "trasparenza proprietaria" ha la diversa funzione di intercettare i cambiamenti nell'azionariato di un emittente. Tale informazione, oltre a essere (problematicamente) importante per il *management* e i gruppi di controllo ⁽⁷⁶⁾, è altresì rilevante per il mercato: numerosi studi empirici segnalano che la reazione dei prezzi di fronte della dichiarazione di acquisto di partecipazione rilevante da parte di un investitore (e specialmente di alcune categorie di investitori) è signi-

Investor Voice, in 59 *UCLA L. Rev.*, 1991-1992, p. 811 ss.; e J.C. COFFEE, *Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*, in 91 *Colum. L. Rev.*, 1991, p. 1277 ss.) che ha influenzato il legislatore del Testo Unico della Finanza all'atto di individuare una disciplina speciale delle minoranze nelle società quotate (basti il rinvio a P. MARCHETTI, *Osservazioni sui profili societari della bozza di TU sui mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 140 ss., part. p. 145 ss.; F. DENOZZA, *Analisi economica e diritto delle società per azioni*, in *Analisi economica del diritto privato*, Giuffrè, Milano, 1998, p. 317 ss.; A. MAZZONI, *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 1998, I, p. 485 ss., part. p. 494 ss.). Oggi vanno tuttavia considerate anche altre tipologie di *blockholders*: ad esempio, gli investitori professionali "attivisti" (*in primis*, fondi *hedge*) che hanno dimostrato anche in Italia, negli ultimi anni, un notevole potenziale di influenza sulle dinamiche di *governance* e sulla stessa gestione di numerose società quotate; così come altre minoranze "organizzate" rappresentate da investitori industriali o finanziari di altro tipo, associazioni di azionisti ecc.

⁷⁴ V. H. DEMSETZ, *The Structure of Ownership and the Theory of the Firm*, in 26 *J.L. & Econ.*, 1983, p. 375 ss.; H. DEMSETZ - K. LEHN, *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences*, in 93 *J. Pol. Econ.*, 1985, p. 1155 ss.

⁷⁵ In particolare, l'importanza per il mercato dell'informazione relativa ai *blockholders* (in termini di processo di formazione dei prezzi delle azioni quotate) è ben attestata negli studi empirici: con riferimento agli Stati Uniti, A. BRAV E AA., *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, in 64 *J. Fin.*, 2008, p. 1729 ss.; A. KLEIN - E. ZUR, *Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors*, in 64 *J. Fin.*, 2009, p. 208 ss. In ambito europeo, cfr. M. BECHT E AA., *Hedge Fund Activism in Europe*, ECGI Working Paper N. 283/2010, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'.

⁷⁶ Come noto, nella scelta di inasprire gli obblighi di trasparenza proprietaria si ravvisa spesso il tentativo di difendere i gruppi di comando delle società quotate contro le scalate ostili, dal momento che essi vengono "preallertati" in tempo per predisporre eventuali misure di contrasto e, al contempo, il tentativo di scalata viene reso più oneroso, perché la *disclosure* della partecipazione acquistata e il conseguente probabile aumento dei prezzi di borsa aumenta il costo dei successivi acquisti di azioni.

ficativa, sia nel caso in cui questi annunci di voler procedere all'acquisto del controllo della società, sia negli altri casi ⁽⁷⁷⁾.

In considerazione di questi scopi ⁽⁷⁸⁾, un obbligo di trasparenza degli assetti proprietari si giustifica in tanto in quanto esso abbia ad oggetto le sole azioni che attribuiscono il diritto di voto in assemblea o, comunque, il possesso di strumenti finanziari muniti di diritto di voto o che consentono l'acquisto di azioni con voto ⁽⁷⁹⁾. La *disclosure*, infatti, si impone per ricostruire la titolarità e la allocazione dei diritti di voto in una società quotata, non per indagare chi abbia compiuto un mero *investimento* nella medesima società senza possibilità di influenzarne la *governance*: un investimento, per così dire, soltanto "economico", non dotato di prerogative di tipo corporativo. Vi è quindi uniformità, presso i principali ordinamenti, nell'escludere la previsione di obblighi di *disclosure* con riferimento ad azioni prive di voto.

Ipotizzare forme di trasparenza dell'"esposizione" verso un emittente quotato (per intercettare potenziali "svuotamenti" del voto) significa, invece, imporre la trasparenza di investimenti sul piano "puramente economico"; ed è chiaro, alla luce di quanto osservato, che si tratta di questione estranea all'ambito della trasparenza proprietaria.

5.2. Non desiderabilità di un sistema generalizzato di trasparenza degli investimenti "puramente economici".

⁷⁷ I riscontri più importanti provengono da ricerche effettuate in ambito statunitense, dove la disciplina (al pari di quella francese) impone agli investitori di dichiarare, all'atto della comunicazione di possesso azionario, anche le finalità perseguite con il loro investimento: cfr. W.H. MIKKELSON - R.S. RUBACK, *An Empirical Analysis of the Interfirm Equity Investment Process*, in 14 *J. Fin. Econ.*, 1985, p. 535 ss., i quali, analizzando un campione di comunicazioni di possesso azionario ex § 13(d) SEA, evidenziano un aumento medio pari al 7,74 per cento nel caso in cui il dichiarante annuncia la possibilità di un futuro *takeover* e del 3,24 per cento nel caso in cui ciò non avvenga. Più recentemente, cfr. A. BRAVE AA., cit. (nt. 75), p. 1755 ss. In ambito australiano, cfr. S.R. BISHOP, *Pre-bid Acquisitions and Substantial Shareholder Notices*, in 16 *Australian Journal of Management*, 1991, p. 1 ss..

⁷⁸ A queste funzioni principali possono poi aggiungersene altre, come l'ausilio all'*enforcement* delle norme in tema di abusi di mercato o in tema di opa obbligatoria: cfr. M.C. SCHOUTEN, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, in 15 *Stan. J. L. Bus. & Fin.*, 2009, p. 152. In passato la Commissione europea aveva menzionato la finalità di contrastare il possibile «misuse of price-sensitive information» quando aveva per la prima volta proposto l'adozione di una direttiva sulla comunicazione delle partecipazioni rilevanti (cfr. *Commission Proposal for a Council Directive on the Information to Be Published When Major Holdings in the Capital of a Listed Company are Acquired or Disposed Of*, COM(1985) 791 final, in G.U.C.E. (C 351) 8, p. 2).

⁷⁹ Si innesta qui, in effetti, il dibattito sulla trasparenza della "proprietà nascosta" di azioni: la proprietà, cioè, di strumenti finanziari che possono facilitare (anche solo in via di fatto) l'acquisto di azioni quotate: v. *supra*, nt. 44.

In verità, la questione della trasparenza degli investimenti “puramente economici” nelle società quotate non è inesplorata. A forme di trasparenza (ed anche a restrizioni operative) di tali investimenti si è pensato con l’obiettivo di migliorare l’efficienza informativa del mercato azionario. Si è ipotizzato, in particolare, di “intercettare” gli acquisti e le cessioni di azioni che gli investitori compiono sulla base di informazioni non pubbliche, seppure non “privilegiate” ai sensi della disciplina sugli abusi di mercato ⁽⁸⁰⁾. Si tratta, ad esempio, di coloro che, grazie alle proprie capacità professionali, hanno autonomamente elaborato – ma non reso pubbliche – informazioni su un emittente (come analisti e investitori professionali).

Si è sostenuto, allora, che il trattamento di tali fattispecie di vantaggio informativo (definibili come *outsider trading*) dovrebbe essere assoggettato a una disciplina simile a quella delle informazioni privilegiate (fino all’imposizione, in taluni casi, dei divieti operativi propri dell’*insider trading*)⁽⁸¹⁾. Secondo i fautori di questa regolamentazione, ciò permetterebbe, ad esempio, di evitare i costi “sociali” derivanti da duplicazioni di attività di ricerca sul medesimo emittente ⁽⁸²⁾.

Ebbene, limitando qui la discussione al tema della trasparenza, può constatarsi come l’ambito di indagine degli studiosi del c.d. *outsider trading* sia in realtà simile, per oggetto, a quello qui in esame: l’ipotesi è di imporre un obbligo di *disclosure* degli investimenti (e disinvestimenti) collegati ad azioni quotate, da chiunque effettuati, al superamento di soglie di rilevanza prestabilite: ciò, *prescindendo* dall’accesso ai diritti di voto (il che marca la differenza con la disciplina di trasparenza degli assetti proprietari sopra richiamata).

Ora, non è difficile rilevare come simili obblighi di *disclosure*, nel forzare la condivisione con il mercato di informazioni autonomamente elaborate o legittimamente acquisite dagli investitori, darebbero luogo a distorsioni e disincentivi nella generazione delle informazioni stesse. In

⁸⁰ Cfr., ad es., I. AYRES - S.J. CHOI, *Internalizing Outsider Trading*, in 101 *Mich. L. Rev.*, 2002-2003, p. 313 ss. In critica a questa impostazione, cfr. L.E. RIBSTEIN - B.H. KOBAYASHI, cit. (nt. 1), p. 21.

⁸¹ Cfr. I. AYRES - S.J. CHOI, cit. (nt. 80), p. 331 ss.

⁸² *Ibid.* L’operare di più investitori in concorrenza tra loro nel reperimento di informazioni sui migliori *target* di investimento determina una moltiplicazione di sforzi profusi per un’identica attività di ricerca, che costituiscono un costo per il sistema: v. in argomento J.C. COFFEE JR., *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, 70 *Va. L. Rev.*, 1984, p. 733; e, sul presupposto che, normalmente, la ricerca di informazioni sull’emittente non conduce a determinarne il valore reale delle azioni, bensì a disparate stime di valore da parte dei vari investitori e quindi, in definitiva, a un costoso trasferimento di ricchezza tra coloro che hanno maturato un’opinione pessimista sul valore di un certo titolo e coloro che coltivano l’opinione opposta, cfr. L.A. STOUT, *Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreement, Market Failure, and Securities Regulation*, in 81 *Va. L. Rev.*, 1995, p. 611 ss.

primo luogo, nella misura in cui riduce i profitti ricavabili dal *trading*, la trasparenza scoraggia l'investimento nella ricerca dell'informazione stessa. E una conseguente, significativa diminuzione nella *produzione* di informazione è destinata a riflettersi negativamente sull'efficienza nella formazione dei prezzi, che risulterebbe guidata in maggiore misura da comportamenti irrazionali di investitori disinformati ⁽⁸³⁾.

In secondo luogo, l'obbligo di rendere trasparenti investimenti puramente economici potrebbe colpire anche investitori che hanno operato *in assenza* di vantaggi informativi: si pensi all'investitore che acquisti azioni o strumenti finanziari collegati per finalità di copertura di altre posizioni o di semplice diversificazione del proprio portafoglio. Orbene, la comunicazione al pubblico anche di operazioni di questo tipo potrebbe creare un effetto di "confusione" tra i destinatari dell'informazione, pregiudicando la funzione e l'efficacia della regola di trasparenza: non sarebbe semplice, in altri termini, distinguere le operazioni motivate dal possesso di *fundamental information* da quelle motivate da ragioni diverse e irrilevanti nel processo di formazione dei prezzi ⁽⁸⁴⁾.

Ritengo che queste considerazioni spieghino e giustifichino l'assenza di norme che impongano una *generalizzata* trasparenza degli investimenti, in Europa e negli ordinamenti nazionali degli stati membri ⁽⁸⁵⁾.

Ciò posto, e tenendo presenti i rischi di distorsione sopra accennati, si tratta ora di verificare se, in relazione alla questione dell'*empty voting*, vi siano esigenze (anzitutto di tutela del mercato) che rendano comunque ragionevole l'imposizione, su basi più limitate, di un obbligo di trasparenza degli investimenti "puramente economici".

5.3. Ragioni a sostegno di un (limitato) obbligo di trasparenza dell'esposizione economica degli azionisti.

Come punto di partenza, va constatato che l'*empty voting* si presenta problematico dal punto di vista societario più che da quello del mercato finanziario (di cui, anzi, rappresenta un portato quasi naturale)⁽⁸⁶⁾.

⁸³ Cfr. L.E. RIBSTEIN - B.H. KOBAYASHI, cit. (nt. 1), p. 31 ss.

⁸⁴ Il problema è emerso nella discussione sull'introduzione degli obblighi di trasparenza delle vendite allo scoperto di azioni: v. ad esempio quanto osservato dalla CONSOB nel suo *Position Paper in tema di short selling*, 2009, disponibile sul sito www.consob.it, p. 25.

⁸⁵ Come osservato, simile tipologia di trasparenza è semmai imposta *selettivamente*, in presenza di ragioni di ordine prevalente che ne giustificano la previsione con riferimento a fattispecie specifiche (*internal dealing*, formazione di "posizioni corte nette" di rilevante entità: v. *supra*). [*integrare con altri riferimenti comparatistici: Stati Uniti, ecc.*]

⁸⁶ In effetti, in una prospettiva di analisi puramente orientata al mercato e alla sua efficienza informativa, l'introduzione di limitazioni (in termini di trasparenza o "sostan-

Pertanto, ha anzitutto senso ipotizzare che un sistema di trasparenza degli investimenti economici si indirizzi *unicamente* verso coloro ⁽⁸⁷⁾ che sono legittimati, in forza delle norme di diritto societario, all'esercizio del voto in assemblea (o eventualmente di altri diritti di *voice*); *non*, invece, verso soggetti che non sono in posizione di interferire con i meccanismi decisionali della società.

Circoscritto l'ambito della trasparenza nei confronti dei soli soggetti legittimati al voto, possiamo valutare quali informazioni essa potrebbe utilmente veicolare (agli altri azionisti), in aggiunta all'informativa (al mercato) sull'"investimento economico" di cui si è detto nel precedente paragrafo.

Ebbene, trasparenza dell'esposizione economica *di chi vota* si traduce in informazione: (i) sul possesso effettivo delle azioni che attribuiscono il voto (le quali potrebbero essere state cedute dopo la data di registrazione); (ii) su eventuali operazioni o investimenti correlati che alterino l'esposizione economica associata alle azioni stesse (prestito titoli, derivati, ecc.).

Si tratta di indicazioni sul grado di "copertura" del voto (o di eventuali altri diritti amministrativi che vengano esercitati), che ci dicono in quale misura l'esercizio di un diritto sia supportato da una corrispondente esposizione economica. Anzi, in certa misura, dalla *disclosure* in esame possono trarsi segnali sulla prospettiva (di lungo o breve termine, di maggiore o minore diversificazione e, anche, di vero e proprio investimento o di mera "incursione" speculativa) con la quale il dichiarante partecipa alle decisioni sociali ⁽⁸⁸⁾.

ziali") non appare giustificata: v., in quest'ottica, le tesi contrarie ad ogni regolazione del fenomeno di L.E. RIBSTEIN - B.H. KOBAYASHI, cit. (nt. 1), p. 21 ss.

⁸⁷ L'interferenza del meccanismo della data di registrazione, ma anche quella di istituti più "tradizionali" come il pegno e l'usufrutto (e forse anche di fattispecie ulteriori, come quella del delegato non socio che esercita il voto senza istruzioni del mandante), induce oggi più che in passato a non limitare il discorso sulla legittimazione al voto ai soli azionisti. In effetti, gli stessi artt. 2370 e 2373 c.c., come recentemente riformulati, non si riferiscono più ai soli "soci", ma a "coloro" ai quali spetta il diritto di voto.

⁸⁸ Per una riflessione aggiornata sul tema della diversità delle ragioni alla base della partecipazione degli azionisti alla società v. C. ANGELICI, cit. (nt. 38), p. 90 ss. (l'affermazione della naturale pluralità degli interessi di chi investe in una società quotata è in realtà condivisa da tempo da parte della dottrina, anche risalente, che difende una concezione pluralistica dell'interesse sociale: v. per tutti G. SENA, *Contratto di società e comunione di scopo*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 730 ss.; L. BIGLIAZZI GERI, *Contributo ad una teoria dell'interesse legittimo nel diritto privato*, Giuffrè, Milano, 1967, p. 308; e, soprattutto, D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 3**, Giuffrè, Milano, 1993, p. 30 ss.; più recentemente v. anche F. BORDIGA, *Partecipazione degli investiti istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 219 s. Nella recente letteratura statu-

Ora, questo tipo di informativa presenta benefici che possono, ad alcune condizioni ⁽⁸⁹⁾, bilanciare i costi e gli inconvenienti analizzati in precedenza.

(a) In primo luogo, la concentrazione (significativa) del potere di voto in capo a un soggetto in misura non proporzionale al suo investimento economico potrebbe essere sintomo, almeno in alcuni casi, di una condizione di *superiorità informativa* dell'*empty voter* rispetto agli altri azionisti. Si pensi a un azionista (non *insider*) in possesso di informazioni o conoscenze che gli consentono di valutare in modo più accurato di altri gli effetti di un'operazione straordinaria sottoposta al voto dell'assemblea: costui potrebbe voler sfruttare le informazioni di cui è in possesso prendendo a prestito azioni aggiuntive rispetto a quelle già possedute e condizionare, così, l'esito del voto; egli "metterebbe a leva" - per così dire - il proprio investimento azionario. È possibile che l'attività di tale soggetto - affine a quella di chi raccoglie o "acquista" deleghe di voto - abbia riflessi positivi per la società, poiché la decisione sottoposta all'assemblea verrà assunta con il contributo di un investitore meglio informato della media ⁽⁹⁰⁾. In questo senso, l'imposizione di obblighi di trasparenza avrebbe l'effetto di segnalare al mercato l'aggregazione di voti intorno a un azionista in condizioni di superiorità informativa e favorire, se del caso, un'ulteriore concentrazione delle preferenze di voto intorno alla scelta di costui ⁽⁹¹⁾.

(b) In secondo luogo, gli obblighi di *disclosure* ipotizzati assicurano la trasparenza di forme (non consuete) di *dissociazione tra interesse economico e voto* ⁽⁹²⁾. È noto che, in linea generale, da tale dissociazione possono conseguire alterazioni del sistema di incentivi nell'adozione di decisioni sociali e, in alcuni casi, maggiori opportunità di estrazione di benefici privati da parte di azionisti che non sopportano (o sopportano solo in parte) i

nitense, le variabili che condizionano l'investimento di un azionista sono ben analizzate da I. ANABTAWI - L. STOUT, cit. (nt. 1), p. 1255 ss.

⁸⁹ V. in dettaglio *infra*, par. 5.4.

⁹⁰ V. in tal senso M.C. SCHOUTEN, cit. (nt. 1), p. 47, che richiama, sul punto, le evidenze empiriche che registrano una crescita dei prestiti di azioni in prossimità della *record date* (v. ad es. E.K. CHRISTOFFERSEN E AA., *Vote Trading and Information Aggregation*, in 62 *J. Fin.*, 2007, p. 2897 ss.). In effetti, come spesso rilevato, il prestito titoli può essere considerato un "sucedaneo" della vendita del voto: entrambi, infatti, consentono l'acquisto di una posizione temporanea che legittima all'esercizio del voto. Non sempre, peraltro, *empty voting* e vendita del voto presentano tale analogia di funzioni: ad esempio, la modulazione dell'esposizione economica attraverso l'acquisto di "posizioni corte" su derivati risponde ad una logica di riduzione del rischio associato all'investimento azionario, non all'aggregazione di voti.

⁹¹ V. ancora M.C. SCHOUTEN, cit. (nt. 1), p. 47.

⁹² V. quanto accennato *supra*, nt. 31 e testo corrispondente.

rischi del proprio investimento ⁽⁹³⁾. Prescindendo in questa sede dalla discussione – forse oggi meno attuale che in passato – circa la desiderabilità o meno di meccanismi idonei a correggere gli scostamenti dal paradigma “un’azione, un voto”, pare invece più assodato che un’adeguata trasparenza di tali potenziali distorsioni sia valutata positivamente dal mercato, che viene posto in grado di apprezzare con anticipo gli effetti di asimmetrie rilevanti tra voto ed esposizione economica degli azionisti ⁽⁹⁴⁾.

Del resto, l’imposizione di forme di trasparenza in relazione alle fattispecie in esame è coerente con quanto già previsto in relazione ad altre forme più “tradizionali” di dissociazione tra interesse economico e voto: ne sono un esempio, nel nostro ordinamento, le norme di trasparenza sui patti parasociali (art. 122 TUF) e quelle che assicurano l’identificazione dei soggetti che hanno diritto all’esercizio di un voto maggiorato, ove statutariamente previsto, (art. 127-*quinquies*, comma 2, TUF e 143-*quater* RE), oltre a quelle (in parte già menzionate) sulla trasparenza dei diritti reali limitati su azioni, dei casi di “vendita del voto”, del riporto, del prestito titoli (art. 118, commi 1 e 2, RE)⁽⁹⁵⁾. Con particolare riferimento agli obblighi di trasparenza imposti ai possessori di azioni con voto multiplo o maggiorato, va osservato che il sistema di *disclosure* recentemente introdotto ha già ad oggetto sia il numero di *diritti di voto* sia il numero di *azioni* (cfr. art. 118, comma 3-*bis*, RE)⁽⁹⁶⁾: il che assicura, in linea di principio, la trasparenza dell’esposizione economica dei relativi azionisti rispetto al proprio investimento nella società, in una logica del tutto analoga a quella qui ipotizzata.

(c) In terzo luogo, come già evidenziato, nella misura in cui si ritenga appropriata l’applicazione di misure di ordine “sostanziale” nei confronti di alcune forme patologiche di *empty voting*, la conoscibilità delle situazioni di “svuotamento” rappresenta un presupposto indispensabile in un’ottica di *enforcement*. Si pensi, soprattutto, al voto espresso da un azionista con esposizione economica negativa sul proprio investimento: lad-

⁹³ Il tema non può qui neppure sinteticamente essere ripreso: v., per una riflessione specificamente raffrontata alla questione dell’*empty voting*, M. SCHOUTEN, *The Case for Mandatory Disclosure*, in 15 *Stan. J.L. Bus. Fin.*, 2010, p. 127 ss., anche disponibile su www.ssrn.com, da cui si cita.

⁹⁴ Cfr., anche per riferimenti, M. SCHOUTEN, cit. (nt. 93), pp. 11 ss., 46 s. Tra i numerosi studi empirici che evidenziano il valore associato dal mercato ad investimenti di azionisti rilevanti caratterizzati da dissociazione tra interesse economico e voto, cfr. S. CLAESSENS ET AL., *Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings*, in 57 *J. Fin.*, 2002, p. 271 ss.

⁹⁵ Cfr. *supra*, par. 4.

⁹⁶ A mente del quale «[n]elle ipotesi di maggiorazione del diritto di voto ovvero di emissione di azioni a voto plurimo, ferma restando la disciplina del presente articolo, per partecipazioni si intende il numero dei *diritti di voto* riferiti alle *azioni* oggetto di comunicazione».

dove si volesse ravvisare in tale situazione un conflitto di interessi, quest'ultimo non potrebbe essere agevolmente dimostrato se non grazie a misure di trasparenza che impongano all'investitore una maggiore trasparenza sugli investimenti di portafoglio collegati alle azioni. Va inoltre considerato, al riguardo, l'effetto deterrente che le misure di trasparenza potrebbero avere nei confronti di chi adotta comportamenti di voto apertamente conflittuali o opportunistici⁽⁹⁷⁾.

(d) Infine, a scopi ricognitivi, misure di trasparenza del fenomeno dovrebbero aiutare a comprenderne l'effettiva portata e a individuare le fattispecie di *decoupling* più ricorrenti, in vista della valutazione di eventuali misure specifiche di regolazione⁽⁹⁸⁾.

5.4. Caratteristiche e ambito di applicazione delle possibili norme di trasparenza.

Al fine di assicurare che i benefici del sistema di trasparenza sopra delineato prevalgano sui relativi costi (cfr. par. 5.2), appare opportuno delimitarne ulteriormente l'applicazione, ad esempio sulla base dei criteri di seguito esposti.

(a) Come già accennato (cfr. par. 5.3), sarebbero soggetti ad obbligo di comunicazione unicamente coloro che si registrano per l'intervento e il voto in assemblea, ovvero, eventualmente, coloro che si accingono a esercitare taluni diritti di *voice* pre-assembleare (ad esempio, convocazione dell'assemblea da parte della minoranza, integrazione dell'ordine del giorno, presentazione di liste per l'elezione degli organi sociali, ecc.).

La *disclosure*, quindi, sarebbe limitata sia sul piano *soggettivo* (non riguardando gli investitori che non interferiscono con il procedimento assembleare), sia sul piano *temporale*, dal momento che gli obblighi di trasparenza si attiverebbero solo in prossimità dell'adunanza dei soci e, più precisamente, nel periodo compreso tra la data di registrazione e la chiusura dei lavori dell'assemblea⁽⁹⁹⁾. Tale delimitazione degli obblighi ipotizzati marca una differenza sostanziale con gli obblighi di trasparenza degli assetti proprietari che, assolvendo a funzioni più ampie (non soltanto colle-

⁹⁷ V. in tal senso W.G. RINGE, cit. (nt. 1), p. 45.

⁹⁸ *Ibid.*

⁹⁹ Per altro verso, può ipotizzarsi l'attivazione della *disclosure* nel momento in cui un azionista si accinge all'esercizio di diritti di *voice* pre-assembleari. Si v., in senso non dissimile da quanto ipotizzato nel testo, la proposta contenuta nel rapporto richiesto dalla Commissione europea in sede di revisione della Direttiva *Transparency: MAZARS AND MARCUS PARTNERS, Transparency Directive Assessment Report*, 2009, disponibile sul sito www.europa.eu, p. 131. Favorevoli, invece, ad una *disclosure* ad ambito temporale esteso fino ai 30 giorni precedenti ciascuna assemblea, v. COMMISSIONE EUROPEA, *The review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues*, SEC(2010) 611, par. 10.20; per l'introduzione di un obbligo su base continua simile a quello previsto in tema di trasparenza degli assetti proprietari, v. invece W.G. RINGE, cit. (nt. 1), p. 52 s.

gate con il momento assembleare), si applicano a *tutti* coloro che potenzialmente esercitano il voto (anche se in concreto ciò non avviene) e su base *continua*.

(b) Sul piano oggettivo, la *disclosure* in esame si muoverebbe in due direzioni: (b1) da un lato, essa richiederebbe agli interessati di comunicare, alla *record date*, il possesso di “posizioni corte” (generate da contratti quali prestito titoli, pronti contro termine, riporto, vendite a termine ovvero da strumenti finanziari derivati) in grado di ridurre l’esposizione economica corrispondente alle azioni con le quali si effettua la registrazione, nonché, successivamente, ogni rilevante variazione di tale esposizione economica fino al momento in cui il voto può essere esercitato⁽¹⁰⁰⁾; (b2) dall’altro lato, essa assicurerebbe l’informativa sull’eventuale cessione di tutto o parte del pacchetto azionario con cui è avvenuta la registrazione al voto, così da “intercettare” i fenomeni di *record date capture*⁽¹⁰¹⁾.

(c) È ragionevole limitare ulteriormente gli obblighi sopra ipotizzati attraverso *soglie di rilevanza*, sulla scorta di quanto avviene in tema di trasparenza degli assetti proprietari e di *short selling*⁽¹⁰²⁾. Tali soglie potrebbero interessare due variabili: (c1) la percentuale di diritti di voto oggetto di registrazione in vista della partecipazione all’assemblea sul totale complessivo dei voti registrabili in ogni data assemblea: ad esempio, potrebbero essere tenuti alla dichiarazione sull’esposizione economica soltanto coloro che registrino (anche per interposta persona), più del 5% dei voti complessivi, in linea con la soglia prevista dalla Direttiva *Transparency*, sia per i possessi azionari, sia per le “posizioni lunghe”; (c2) il grado effettivo di riduzione dell’esposizione economica, sicché la comunicazione sarebbe dovuta soltanto in presenza di una divaricazione significativa tra

¹⁰⁰ Idealmente l’obbligo ipotizzato ricalca il modello francese, ma lo estende sia oggettivamente (guardando a tutte le “posizioni corte” e non al solo prestito titoli) sia temporalmente (prendendo in considerazione anche le posizioni corte acquisite *dopo* la data di registrazione).

¹⁰¹ L’ipotesi ricalca il modello portoghese. Si verificherebbe qui un’interferenza con la disciplina di trasparenza degli assetti proprietari. Tuttavia, nel caso in esame, l’ambito oggettivo di applicazione dell’obbligo di dichiarazione è più ristretto (riguardando le sole azioni oggetto di registrazione) e la funzione non è quella di informare circa un mutamento nell’azionariato, quanto piuttosto di assicurare trasparenza sull’esposizione economica di chi è legittimato al voto. Naturalmente, sarebbe opportuno stabilire norme di coordinamento tra i due sistemi, stabilendosi che la *disclosure* effettuata ai fini dell’uno rende superflua quella effettuata ai sensi dell’altro.

¹⁰² In senso conforme si muovono le altre proposte di regolazione che erano state ipotizzate in materia: cfr. EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE FORUM, *Statement on Equity Voting and Transparency of Shareholder Position*, 2010, disponibile sul sito ec.europa.eu/internal_market/, par. 5 (dove però si proponeva una soglia dell’1%); W.G. RINGE, cit. (nt. 1), p. 53 s.

investimento economico e voto (ad esempio, quando il primo non rappresenti almeno il 75% dei voti oggetto di registrazione)⁽¹⁰³⁾.

(d) Data la finalità di rilevare la “copertura” economica dei diritti di voto, ai fini delle soglie di rilevanza la *disclosure* ipotizzata presuppone la dichiarazione delle posizioni corte *su base lorda*, senza cioè che sia ammissibile la compensazione con altre posizioni lunghe detenute dal medesimo investitore. Ad esempio, l’azionista titolare del 10% dei diritti di voto di una società quotata che abbia concluso, altresì, contratti derivati in posizione corta corrispondenti al 7% di tali diritti di voto, sarebbe soggetto all’obbligo di comunicazione, dal momento che sarebbero superate entrambe le soglie di cui sopra (diritti di voto sopra il 5% e “copertura” economica inferiore al 75%); non sarebbe legittima, in altri termini, la compensazione tra le due posizioni (posizione lunga netta del 3%) per rivendicare il mancato superamento delle soglie di rilevanza⁽¹⁰⁴⁾. Qui si coglie la diversità con la *disclosure* richiesta dalla disciplina europea del *short selling*, che si basa sul concetto di “posizione corta netta”⁽¹⁰⁵⁾.

Ciò non toglie, peraltro, che potrebbe essere opportuno richiedere anche la comunicazione della *posizione (lunga o corta) netta* complessivamente assunta dal dichiarante rispetto alle azioni dell’emittente: si tratte-

¹⁰³ Si noti che, in caso di possesso di azioni a voto maggiorato o multiplo (dove la divaricazione tra interesse economico e voto risulta già dalle ordinarie dichiarazioni sui possessi azionari), non si imporrebbe una comunicazione ulteriore da parte dell’azionista, dal momento che quella ipotizzata nel testo riguarderebbe unicamente la sottoscrizione di contratti o strumenti finanziari *ulteriori* rispetto alle azioni stesse. Ad esempio, se il possessore di azioni a voto maggiorato che disponga di un numero di voti pari al 10% del totale, ma azioni soltanto per il 7%, non sarà tenuto ad alcuna dichiarazione ulteriore, salvo che – ad esempio – acquisti derivati in posizione corta che riducano ulteriormente la sua esposizione economica (nel qual caso egli sarebbe tenuto in ogni caso alla dichiarazione dato che il grado di esposizione economica, 70%, è già rilevante).

¹⁰⁴ Conforme a quello descritto nel testo è il modello di trasparenza adottato a Hong Kong, dove gli azionisti che abbiano una partecipazione superiore al 5% in un emittente devono comunicare l’esistenza di *short positions* di entità superiore all’1%. V. la *Securities and Futures Ordinance* cit. (nt. 33), cap. 571, part XV: cfr. anche W.G. RINGE, cit. (nt. 1), p. 56 s.

¹⁰⁵ La differenza è giustificata dalla diversità di *ratio* delle due discipline: quella delle vendite allo scoperto è basata su obiettivi di stabilità del mercato e, segnatamente, di prevenzione di fenomeni manipolativi posti in essere da *short sellers* interessati ad accelerare un processo di caduta dei prezzi delle azioni (evidentemente, tale interesse sussiste unicamente in quanto il venditore allo scoperto abbia assunto sul titolo un’aspettativa di tipo complessivamente negativo e, quindi, una posizione corta netta); nel caso in esame, invece, l’intento è quello di verificare la “copertura” economica del voto.

Va segnalato – a riprova di quanto appena osservato – che, nell’ipotesi proposta nel testo, vi sarebbero casi in cui un azionista sarebbe tenuto ad effettuare la comunicazione sulla base del regolamento sullo *short-selling*, ma non in base alla disciplina in commento: si pensi a chi abbia assunto una posizione corta netta su un titolo, ma non abbia diritti di voto (o si collochi al di sotto della soglia del 5%), o non si registri per il voto.

rebbe, in altri termini, di offrire un indicatore sintetico della sua esposizione economica. Nell'esempio precedente, egli dichiarerebbe in sostanza di disporre di diritti di voto per il 10%, ma di avere un'esposizione economica pari a un solo 3%.

(e) La strutturazione dell'obbligo di comunicazione di cui sopra pone molteplici problemi di ordine pratico, legati alla grande varietà di posizioni corte che è possibile acquistare rispetto a un titolo azionario.

(e1) In primo luogo, sono problematici i *contratti di opzione*, che attribuiscono al titolare un'esposizione *asimmetrica* nei confronti dello strumento finanziario sottostante, poiché l'esercizio del diritto che incorporano dipende da una scelta discrezionale del beneficiario, che avverrà soltanto quando la differenza tra prezzo di esercizio e prezzo dello strumento finanziario al momento in cui l'opzione viene esercitata renda l'esercizio del diritto (cioè quando l'opzione è, come si dice, *in the money*). Pertanto, a differenza di altri derivati (come i *futures* o gli *swaps*) l'acquisto di un'opzione "corta" su N azioni non determina una proporzionale riduzione dell'esposizione economica verso tali azioni. Sul punto, è utile la riflessione maturata ad analogo riguardo nella discussione europea sulla trasparenza delle posizioni lunghe: la disciplina comunitaria prevede il calcolo del coefficiente "*delta*" che consente di misurare, in ogni dato momento, la quota di esposizione economica (positiva o negativa) che un'opzione può conferire rispetto alle azioni sottostanti ⁽¹⁰⁶⁾.

(e2) Vi sono poi le posizioni corte acquisite tramite l'acquisto di strumenti finanziari con flussi di cassa basati sull'andamento di *indici o panieri di titoli*. Anche di tali forme di investimento si è tenuto conto in sede europea, in materia di computo delle posizioni lunghe (cfr. art. 4 Regolamento delegato (UE) 2015/761 della Commissione). Nel caso di specie, l'esigenza di non estendere in modo eccessivo l'ambito di una *disclosure* legata ad investimenti "puramente economici" suggerisce di non allargare a tali fattispecie gli obblighi di comunicazione sopra delineati.

(f) Così come in materia di trasparenza degli assetti proprietari, anche in tema di trasparenza dell'esposizione economica è opportuno ipotizzare la previsione di *esenzioni*, soprattutto nei confronti degli intermediari finanziari che hanno acquistato posizioni corte nell'ambito di operazioni con la propria clientela (*client-serving transactions*). In particolare, potrebbe prevedersi che tali posizioni, eventualmente entro determinate soglie massime di rilevanza, non siano computate ai fini del calcolo dell'esposizione

¹⁰⁶ Cfr. Regolamento Delegato (UE) 2015/761 della Commissione del 17 dicembre 2014. E v. la recente modifica apportata, in Italia, all'art. 119 RE (in precedenza, le opzioni "contavano" ai fini della determinazione di una posizione lunga in misura pari al numero nozionale di azioni sottostanti).

economica dell'intermediario che intenda esercitare il voto nell'assemblea dell'emittente ⁽¹⁰⁷⁾.

(g) Un'ultima, significativa questione riguarda i destinatari della *disclosure* sopra divisata. La funzione di *enforcement* – in precedenza segnalata – che il sistema di trasparenza potrebbe svolgere nei confronti di manifestazioni patologiche dell'*empty voting* induce a comprendere tra i destinatari, anzitutto, l'emittente: ciò per fornire agli amministratori e all'organo di controllo gli strumenti per valutare un'eventuale impugnazione della deliberazione assunta con il voto determinante di un *empty voter*, nonché per l'ipotesi in cui si ritenga che il presidente dell'assemblea sia investito del potere di escludere dalla votazione (o comunque non computare i voti espressi da) soggetti ritenuti in conflitto di interessi ⁽¹⁰⁸⁾.

Considerate, poi, le ulteriori funzioni svolte della trasparenza dell'esposizione economica a beneficio di tutti i soci – sia nel momento in cui essi maturano le proprie intenzioni di voto (cfr. *supra*, par. 5.3), sia eventualmente in un momento successivo, all'atto di valutare l'esperimento di eventuali rimedi di impugnativa o risarcitori *ex post* – sarebbe opportuno che le comunicazioni effettuate sull'esposizione economica fossero rese note al mercato, al pari di quanto avviene per le comunicazioni relative alle partecipazioni rilevanti, o quanto meno messe a disposizione degli azionisti secondo una logica affine a quella prevista dalla legislazione italiana vigente in materia di identificazione degli azionisti ⁽¹⁰⁹⁾.

Qualora la *disclosure* fosse estesa a tutto il mercato, sarebbe opportuno che ne fosse destinataria anche l'autorità di vigilanza, in virtù del suo

¹⁰⁷ Un'ampia rassegna di tali casi è contenuta, in attuazione delle previsioni europee, nell'art. 119-*bis*, commi 3 ss., RE.

¹⁰⁸ Il punto, come noto, è controverso: per la negativa, cfr., ad es., F. LAURINI, *Art. 2371*, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, *Assemblea*, a cura di A. Picciau, Egea-Giuffrè, Milano, 2008, p. 167 ss.; F. MASSA FELSANI, *Il ruolo del presidente nell'assemblea della s.p.a.*, Giuffrè, Milano, 2004, p. 200 ss. Favorevole, invece, ad escludere dal computo i voti espressi dall'azionista in conflitto di interessi è, ad es., R. SACCHI, *Gli effetti della sentenza che accoglie l'impugnazione di delibere assembleari di s.p.a.*, in *Banca borsa*, 2012, I, p. 161 ss.; con specifico riferimento alla (non coincidente) ipotesi di esclusione del legittimato che si sappia aver già ceduto le azioni *post record date*, cfr. R. LENER, *L'intervento in assemblea*, in *Società per azioni. L'assemblea*, in *Trattato di diritto commerciale* fondato da V. Buonocore e diretto da R. Costi, Cedam, Padova, 2012, p. 122 ss., il quale nega tale potere del presidente. Quanto nel testo, peraltro, presuppone che l'*empty voting* possa configurare, almeno in alcuni casi, un'ipotesi di voto in conflitto di interessi, il che ovviamente non è scontato. Come detto, non è compito di questo scritto affrontare tale delicata questione.

¹⁰⁹ Cfr. l'art. 83-*duodecies*, comma 4, TUF, a mente del quale i dati identificativi ricevuti dall'emittente «sono messi a disposizione dei soci su un supporto informativo comunemente utilizzato senza oneri a loro carico».

ruolo di supervisore e garante del rispetto delle comunicazioni previste dalla legge in relazione agli emittenti.

6. *Clausole statutarie che impongono la trasparenza dell'esposizione economica dei soggetti che esercitano il voto.*

Esaurita l'analisi in chiave di *policy*, è possibile verificare, su un piano più direttamente applicativo e a legislazione vigente, di quali spazi dispongano i singoli emittenti per introdurre, in forza della propria *autonomia statutaria*, meccanismi di *disclosure* dell'esposizione economica dei soggetti che intendono esercitare il voto, lungo le linee sopra descritte e sulla scorta di alcune significative esperienze straniere ⁽¹¹⁰⁾.

Più precisamente, ci si interroga sull'introduzione di clausole statutarie che impongano a coloro che si sono registrati per la partecipazione in assemblea di dichiarare, prima della riunione, l'esistenza di eventuali "posizioni corte" relative alle azioni oggetto di registrazione, nonché di confermare (o meno) il protratto possesso delle azioni stesse successivamente alla *record date*. Il tutto avverrebbe nei tempi e con le modalità ipotizzate nel paragrafo precedente: pertanto, tale *disclosure* si attiverebbe soltanto in caso di registrazione di partecipazioni qualificate (pari o superiori a quelle minime previste dall'art. 120 TUF), con riferimento a soglie di scostamento tra investimento economico e voto predefinite, nonché nei tempi e con le possibili esenzioni in precedenza indicati.

Va tuttavia chiarito che, trattandosi di un sistema di trasparenza di fonte *statutaria*, la *disclosure* avverrebbe nei confronti dell'emittente e non dell'autorità di vigilanza né, immediatamente, del mercato. Gli esiti delle dichiarazioni degli interessati, peraltro, potrebbero essere portati a conoscenza di tutti gli intervenuti in apertura dell'assemblea e verbalizzati ⁽¹¹¹⁾. Inoltre, potrebbe eventualmente prevedersi, in analogia con quanto previsto dall'art. 83-*duodecies*, comma 4, TUF (in tema di identificazione degli

¹¹⁰ Negli Stati Uniti, ad esempio, è da tempo diffusa la prassi dei cc.dd. *advance notice bylaws*: si tratta di clausole statutarie che, tra le altre cose, richiedono agli azionisti che intendono esercitare diritti di *voice* nei confronti di una società quotata (richieste di convocazione di assemblea, sollecitazione di deleghe di voto o di consensi espressi per iscritto, presentazione di candidati alla carica di amministratore, ove ciò sia statutariamente ammesso, ecc.) di fornire informazioni sulla propria identità e sulle motivazioni che spingono all'adozione dell'iniziativa "attivista". Tra queste informazioni sono oggi sovente comprese quelle relative alla sottoscrizione di derivati azionari e, più in generale, dati relativi all'effettiva "esposizione economica" dell'azionista, al di là del numero di azioni possedute.

¹¹¹ Analogamente a quanto previsto, ad altro riguardo, dall'art. 2341-*ter*, comma 1, c.c. per i patti parasociali nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

azionisti), che le dichiarazioni in questione siano rese disponibili a tutti i soci anche prima dell'assemblea, nelle modalità previste dallo statuto.

Un'ulteriore precisazione si rende necessaria. Va fin d'ora chiarito che la comunicazione all'emittente di disallineamenti anche rilevanti tra interesse economico e voto non determinerebbe alcuna conseguenza sull'esercizio del diritto di voto da parte dell'interessato: in altri termini, le misure di trasparenza in esame non si tradurrebbero mai in divieti (o limitazioni) del voto. Per converso, sarebbe il mancato assolvimento degli oneri di comunicazione previsti dallo statuto a impedire la partecipazione al voto, quanto meno relativamente alle azioni che eccedono la soglia di rilevanza che impone la dichiarazione.

Le clausole redatte sulla base del modello sopra descritto non sono facilmente inquadrabili all'interno delle opzioni di autonomia statutaria previste dal nostro ordinamento e presentano alcuni delicati profili che meritano di essere considerati con attenzione al fine di vagliarne la legittimità.

6.1. *Clausole di trasparenza e comunicazioni riguardanti gli investimenti degli azionisti. Raffronto con la norma in tema di identificazione degli azionisti.*

Una prima questione riguarda la legittimità di previsioni di fonte statutaria che richiedono a chi intenda esercitare il voto di mettere a disposizione dell'emittente e degli altri azionisti informazioni relative al proprio portafoglio di investimenti; informazioni che – vale la pena di ricordare – non riguarderebbero soltanto la partecipazione nell'emittente, bensì anche altri strumenti finanziari e contratti che, in vario modo, siano collegati a (o abbiano come sottostante) tale partecipazione e abbiano l'effetto di ridurre l'esposizione economica dell'investitore.

Orbene, potrebbe obiettarsi che – al di fuori dei casi previsti dalla legge – l'emittente non sia legittimato a esigere dagli azionisti, senza il loro consenso, la comunicazione di informazioni che attengono alla sfera degli investimenti personali. Il dato sembrerebbe confermato – oltre che (per quanto riguarda gli azionisti persone fisiche) dall'interpretazione delle norme in materia protezione dei dati personali ⁽¹¹²⁾ – sulla base della di-

¹¹² In effetti, è ragionevole ritenere che gli investimenti effettuati da una persona fisica costituiscano “dati personali” ai sensi dell'art. 4, comma 1, lett. b), d. lgs. 30 giugno 2003, n. 196 e, pertanto, trattabili solo con il consenso dell'interessato (art. 23 d. lgs. cit.). Sul punto, va richiamato l'orientamento del Garante della *privacy* (menzionato da CONSOB, *Regolamento emittenti. Recepimento della direttiva 2004/109/CE (Transparency). Esiti della consultazione*, 2009, disponibile sul sito www.consob.it, p. 56) che subordina in linea di principio al consenso dell'azionista la comunicazione di dati identificativi all'emittente. V. in argomento M. GARGANTINI, cit. (nt. 1), p. 72, nt. 33. Più in generale sul rapporto (poco esplorato) tra dati personali dell'azionista, esercizio dei diritti sociali e prerogative

sciplina sull'identificazione degli azionisti prevista dal già citato art. 83-*duodecies* TUF. Quest'ultima, infatti, da un lato attribuisce agli emittenti, previa adozione di apposita clausola statutaria, il potere di richiedere in qualsiasi momento i dati identificativi dei propri azionisti, dall'altro attribuisce agli azionisti stessi il potere di *negare il consenso* alla trasmissione di tali dati ⁽¹¹³⁾.

In verità, la situazione soggettiva degli azionisti nella fattispecie in esame non può essere equiparata a quella che caratterizza i destinatari di una richiesta di identificazione *ex art. 83-duodecies* TUF. Questi ultimi si trovano in posizione di *soggezione* rispetto alla richiesta dell'emittente, che può essere espressa in modi e con finalità discrezionali e del tutto svincolati rispetto all'esercizio dei diritti sociali da parte degli azionisti (la richiesta può infatti essere avanzata «in qualsiasi momento» e, anche, per qualsiasi motivo). Ai soci che subiscono la richiesta è allora riconosciuta (tramite un meccanismo di *opt-out*) la facoltà di sottrarsi all'adempimento di un vero e proprio *obbligo* che l'emittente impone loro.

La *disclosure* qui ipotizzata, invece, opera in modo differente. Essa è funzionalmente legata al momento assembleare e si indirizza verso i soli soggetti che si siano registrati per il voto: presuppone, dunque, un'*attivazione* di questi ultimi per l'esercizio di diritti sociali (intervento e voto). Il vincolo di rendere trasparenti talune scelte di investimento, dunque, si attegga come un *onere* che il soggetto legittimato al voto deve assolvere per poter (pienamente) esercitare il proprio diritto, piuttosto che come un *obbligo* cui esso sia passivamente tenuto per effetto di un'iniziativa proveniente dall'emittente.

dell'emittente v. F. DI MAIO, *Dalla nominatività obbligatoria alla riservatezza trasparenza o alla trasparenza riservata*, in *Società*, 2003, p. 1441 ss.; M. ATELLI, *Tutela della sfera privata e sollecitazione delle deleghe di voto*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener (a cura di), Utet, Torino, 2010, p. 881 ss.

¹¹³ Il potere dei singoli azionisti di opporre diniego alla richiesta di identificazione spetta, secondo l'opinione preferibile, anche agli azionisti titolari di azioni nominative (oltre che ai titolari di azioni di risparmio al portatore), atteso che la nominatività non sembra di per sé postulare, salvi gli obblighi di identificazione previsti dalla legge (ad esempio in occasione della percezione del dividendo), una completa trasparenza degli azionisti di fronte all'emittente: v. ampiamente M. GARGANTINI, cit. (nt. 1), p. 71 ss.; *contra*, V. DE LUCA, cit. (nt. 1), p. 331.

È interessante osservare che la facoltà di diniego del consenso alla trasmissione dei dati non sembrerebbe prevista dall'art. 3-*bis* nel progetto di riforma della direttiva sui diritti degli azionisti (presentato dalla Commissione europea il 9 aprile 2014, COM(2014) 213 *final*, e disponibile sul sito eur-lex.europa.eu), dove anzi è previsto che “[g]li Stati membri assicurano che l'intermediario che comunica il nome e i recapiti dell'azionista non sia considerato in violazione di eventuali restrizioni alla comunicazione di informazioni imposte da clausole contrattuali o da disposizioni legislative, regolamentari o amministrative”.

In questa luce, un'ipotetica pretesa dell'azionista di sottrarsi alla *disclosure* sarebbe meno giustificata ed anzi non correttamente concepita sul piano giuridico. Va osservato, al riguardo, che nella prospettiva dell'onere (imposto all'azionista come condizione per l'esercizio di una sua prerogativa) sono considerate compatibili con il sistema previsioni statutarie che impongono all'azionista conseguenze ben più impegnative di quella qui ipotizzata. È il caso, ad esempio, delle clausole – oggi generalmente ritenute ammissibili – che prevedono in capo all'azionista che acquisti una partecipazione superiore a una soglia prestabilita l'“obbligo” di promuovere un'offerta pubblica di acquisto rivolta agli altri azionisti, in analogia con quanto previsto dall'art. 106 TUF⁽¹¹⁴⁾. Simili previsioni, che in prima analisi potrebbero sembrare incompatibili finanche con il principio di libera trasferibilità delle azioni connaturato alla società quotata⁽¹¹⁵⁾, si spiegano se intese come condizioni “imposte” all'investitore che acquisti una partecipazione rilevante al fine di conseguire il pieno esercizio delle connesse prerogative e in particolare dei diritti amministrativi⁽¹¹⁶⁾; e tale “imposizione” va intesa tenendo conto che si tratta di previsione statutaria, dunque preventivamente accettata, *su base contrattuale*, da chi effettua un investimento nella società che a tali clausole è soggetta.

6.2. Clausole di trasparenza e limitazione al diritto di voto.

L'ipotesi di clausole statutarie di trasparenza dell'esposizione economica degli azionisti suscita, poi, un ulteriore interrogativo: se, cioè, tali clausole implicino una limitazione al diritto di voto spettante agli azionisti della società in cui venissero introdotte, con conseguente inquadramento nell'ambito dell'art. 2351, commi 2 e 3, c.c..

¹¹⁴ È noto che, ai sensi del *Regolamento Emittenti* applicabile alle società che richiedono l'ammissione delle proprie azioni alla negoziazione sul mercato (non regolamentato) AIM gestito da Borsa Italiana S.p.A., gli statuti di tali società devono contenere una clausola di questo tipo (v. in particolare la *Scheda Sei* di tale *Regolamento*). Sulla c.d. *opa* statutaria cfr., con diversità di vedute, G. D'ATTORRE, *Opa obbligatoria statutaria e sospensione del diritto di voto*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 679 ss.; E. PEDERZINI, *Profili contrattuali delle offerte pubbliche di acquisto*, Milano, 2004, p. 77 ss.; C. MOSCA, *Acquisti di concerto, partecipazioni incrociate e responsabilità per inadempimento dell'obbligo di opa. (Note a margine del caso Sai-Fondiaria)*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 1349 ss.; importanti spunti in argomento anche in M. STELLA RICHTER, jr., *“Trasferimento del controllo” e rapporti tra soci*, Giuffrè, Milano, 1996, p. 329 ss.

¹¹⁵ Sul quale v. per tutti A. TUCCI, *Limiti alla circolazione delle azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di P. Abbadessa e G.B. Portale, Utet, Torino, 2006, p. 650 ss. Per l'incompatibilità dell'opa statutaria con tale principio v. E. PEDERZINI, cit. (nt. 114), p. 77 ss.

¹¹⁶ V. in quest'ottica G. D'ATTORRE, cit. (nt. 114), p. 685 ss.

La risposta sembra dover essere negativa. Come accennato, le clausole in questione non comportano mai restrizioni al voto, neppure in ipotesi di dichiarata esistenza di situazioni di *empty voting*: non siamo, dunque, in presenza di azioni a voto *limitato* ⁽¹¹⁷⁾.

Neppure può parlarsi di voto *condizionato*, dal momento che l'esercizio del voto non dipende dal verificarsi di circostanze esterne, indipendenti (almeno parzialmente) dalla volontà dell'azionista ⁽¹¹⁸⁾. Al contrario, le clausole in questione impongono un mero onere preventivo (la *disclosure*) per l'esercizio del diritto, il cui assolvimento rientra di regola nella piena disponibilità e controllo del soggetto legittimato al voto. Pertanto, non essendovi limitazione o condizionamento del voto, non trova applicazione il limite della metà del capitale di cui al secondo comma dell'art. 2351 c.c..

6.3. Clausole di trasparenza e disciplina della *record date*.

Le considerazioni svolte in precedenza consentono di dissipare un altro possibile dubbio sulla compatibilità tra le clausole di trasparenza in esame e la disciplina della *record date*, così come recepita nel nostro ordinamento.

È vero, infatti, che per le società con azioni quotate su mercati regolamentati (così come su sistemi multilaterali di negoziazione) il sistema della data di registrazione di cui all'art. 83-*sexies* TUF non solo consente, ma *impone*, salvo eccezioni, una (potenziale) dissociazione tra titolarità dell'azione ed esercizio di alcuni diritti sociali: è da ritenersi, infatti, che agli emittenti non sia concesso di "riallineare" le due componenti della partecipazione per scongiurare il fenomeno dissociativo che l'istituto della data di registrazione può generare: ad esempio, non pare consentito alla società, quanto meno in assenza di presupposti di conflitto di interessi,

¹¹⁷ Qualora invece – ma si tratta di ipotesi diversa da quella qui prospettata – la clausola si spingesse a determinare anche una limitazione del voto in caso di "svuotamento" rilevante, saremmo verosimilmente in presenza di una clausola di limitazione del voto determinata da condizioni soggettive dell'azionista (la presenza di investimenti di portafoglio che lo statuto dell'emittente giudica incompatibili con l'esercizio del voto). Tale fattispecie potrebbe essere assimilata a una limitazione del diritto di voto *ex art. 2351, comma 3, c.c.* (sia pure non "secca" come quella ivi contemplata, ma "modulata" sulla base degli investimenti dell'azionista), oggi come noto ammessa anche nelle società quotate a seguito della riforma attuata con d.l. 24 giugno 2014, n. 91, convertito in l. 11 agosto 2014, n. 116. Essa, tuttavia, presenterebbe profili di criticità non agevolmente superabili alla luce del contrasto con la disciplina della data di registrazione: si v. il paragrafo successivo.

¹¹⁸ V. sul punto, *ex multis*, A. ANGELILLIS – M.L. VITALI, *Art. 2351*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, *Azioni*, a cura di M. Notari, Egea-Giuffrè, Milano, 2008, p. 423 s.

negare il voto a un soggetto correttamente registratosi per il sol fatto che egli abbia cessato di essere titolare della partecipazione societaria dichiarata in sede di *record date*, né per converso ammettere al voto chi abbia acquistato le azioni dopo tale data ⁽¹¹⁹⁾. In altri termini, la disciplina in questione ha carattere inderogabile e – fermi i “correttivi” previsti dall’art. 127-*bis* TUF e i rimedi offerti dal diritto societario comune a tutela dell’integra formazione della volontà assembleare ⁽¹²⁰⁾ – i suoi effetti non paiono suscettibili di modifiche a opera dell’autonomia statutaria ⁽¹²¹⁾.

Da questo punto vista, nelle società quotate soggette alla disciplina della *record date*, parrebbe dubbia l’ammissibilità di clausole che limitino il voto in conseguenza di una dichiarazione che attesti l’avvenuta cessione delle azioni già oggetto di registrazione.

Al contrario, una clausola che imponga una semplice *informativa* sulla cessione delle azioni intervenuta *post record date* non pare interferire con la predetta inderogabilità della disciplina di cui all’art. 83-*sexies* TUF.

6.4. Clausole di trasparenza e “sanzioni private”.

Un ultimo aspetto meritevole di analisi riguarda le possibili “sanzioni” derivanti dall’inosservanza degli obblighi di trasparenza previsti dalle clausole in esame. Sul punto, potrebbe ipotizzarsi (in analogia con quanto previsto dall’art. 120, comma 5, TUF in tema di omessa comunicazione delle partecipazioni rilevanti) la previsione statutaria di una *sospensione del voto* che colpisca la “partecipazione eccedente” dell’azionista il quale, pur avendo superato la soglia di rilevanza, non abbia assolto all’onere di *disclosure*.

Alla luce della ricostruzione che si è proposta, tale sospensione non va a rigore considerata alla stregua di una *sanzione* per l’inadempimento di un obbligo di fonte statutaria, bensì la conseguenza del mancato assolti-

¹¹⁹ Cfr. R. LENER, cit. (nt. 108), p. 122 ss.;

¹²⁰ Il riferimento, ancora una volta, è alla norma sul conflitto di interessi del socio (art. 2373 c.c.) e – nella misura in cui lo si ritenga invocabile nel contesto dell’assemblea di una società quotata – alla clausola generale di correttezza e buona fede nei rapporti societari; rimedi di cui, giova ricordare, si è soliti invocare l’applicazione per contrastare casi di *empty voting* patologico: cfr. *supra*, nt. 38 e testo corrispondente.

¹²¹ Lo dimostra, fermandosi qui al mero piano dell’interpretazione letterale, l’ambito ben delimitato di applicazione delle deroghe espressamente previste dalla legge alla disciplina in questione: previsioni statutarie che prevedano la non cedibilità delle azioni fino alla chiusura dell’assemblea sono ammesse dall’art. 83-*sexies*, commi 3 e 5, TUF soltanto «per le assemblee diverse da quelle indicate al comma 2» (cioè per le assemblee diverse da quelle dei portatori di strumenti finanziari ammessi alla negoziazione con il consenso dell’emittente nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione) e per le società cooperative.

mento dell'onere di preventiva comunicazione della propria esposizione economica al quale l'esercizio del voto è soggetto.

In ogni caso, anche volendo considerare la sospensione del voto come vera e propria "sanzione" statutaria ⁽¹²²⁾, la sua ammissibilità può riconoscersi - senza necessità di evocare il complesso dibattito sulle cc.dd. pene private ⁽¹²³⁾ - valutando le concrete conseguenze dell'operare della clausola in questione. In effetti, la funzione della sterilizzazione del voto associato alla c.d. partecipazione eccedente è, nel nostro caso, di assicurare che non vengano assunte deliberazioni assembleari con il voto determinante di chi non abbia reso noto il grado di esposizione economica conservato rispetto all'investimento azionario e abbia, quindi, taciuto potenziali situazioni di *empty voting*. Ebbene, una volta ammessa la legittimità della clausola che prevede tale forma di trasparenza, deve conseguirne, in conformità al principio generale (art. 2377, comma 1), l'annullabilità delle deliberazioni non assunte in conformità alla disciplina statutaria e, dunque, con il voto determinante dell'*empty voter* rimasto "occulto".

Vista in questa luce, la sospensione del voto, più che una *sanzione individuale* imposta all'azionista che abbia omesso la dichiarazione prevista dalla statuto, si configura come la conseguenza, sul piano *organizzativo-societario*, di una violazione di norme statutarie poste a tutela di un interesse collettivo dei soci meritevole di tutela, cioè quello di conoscere e verificare il grado di allineamento tra interesse economico e voto di coloro che partecipano all'assemblea.

¹²² Considerazioni sul problema della sterilizzazione del voto in conseguenza di violazioni di previsioni legislative o statutarie sono svolte da L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente*, Giuffrè, Milano, 1999, pp. 138 ss., 222 ss. V. anche - con riferimento a sospensioni di voto riguardanti partecipazioni acquistate in violazione di norme restrittive sulla circolazione delle azioni - L. STANGHELLINI, *I limiti statutarî alla circolazione delle azioni*, Giuffrè, Milano, 1995, p. 478 ss.; e, con riferimento alla violazione della clausola di opa statutaria, G. D'ATTORRE, cit. (nt. 114), p. 687 ss.

¹²³ V. sul punto, per tutti, G. PONZANELLI, *Pena privata*, in *Enc. giur.*, Roma, 1992, *ad vocem*; P. BENAZZO, *Le "pene civili" nel diritto privato d'impresa*, Giuffrè, Milano, 2005.